

Economia italiana
Rivista della Banca di Roma
gennaio 1997

Uno sguardo retrospettivo alla politica economica italiana negli anni '70

di

Giorgio Basevi e Paolo Onofri
Università di Bologna

1. Introduzione

Con il ritorno, sul finire del 1996, ad un tasso di inflazione inferiore al 3% si chiude, almeno lo speriamo, un periodo drammatico della storia economica italiana; periodo iniziato alla fine degli anni sessanta e durato quasi trent'anni. Il suggello a tale chiusura sarà tuttavia apposto solo con il definitivo ingresso dell'Italia nell'Unione Economica e Monetaria (Uem) europea — supponendo che questa effettivamente si realizzi a cavallo del nuovo secolo.

Questo lungo processo di convergenza dell'economia italiana verso quella europea prende le mosse dalla svalutazione e stabilizzazione del cambio della lira a fine 1949, che chiude le conseguenze immediate della seconda guerra mondiale. Nel secondo dopoguerra si era accelerato il processo di reinserimento dell'economia italiana nel contesto internazionale. Veicolo principale ne era stato il forte orientamento della produzione verso l'esportazione nei mercati più progrediti. Ciò aveva esercitato uno stimolo alla rapida ricapitolazione dei progressi tecnologici già diffusi negli altri paesi ancor prima della seconda guerra mondiale e, nello stesso tempo, aveva sollecitato la diffusione di modelli di consumo simili a quelli dei paesi con i quali l'integrazione commerciale andava sviluppandosi. Si era determinata, in tal modo, un'interazione positiva tra posizione sui mercati esteri e sviluppo dei mercati nazionali.

Più lenta era stata l'integrazione italiana nella cultura politico-economica dell'Occidente. La cultura liberale dell'inizio del secolo era uscita decisamente minoritaria dall'alleanza antifascista. Il compromesso della parte conservatrice del liberalismo con il primo periodo fascista, la mancata evoluzione della borghesia italiana in direzioni liberiste, non avevano permesso, dopo la guerra, l'assunzione di una posizione di *leadership* che non fosse quella di uno o l'altro dei due blocchi dominanti. Dopo la breve esperienza del Governo Parri, la posizione internazionale dell'Italia non

potrebbe che privilegiare il blocco cattolico, pur nel reciproco sostanziale riconoscimento fra cattolici e comunisti. Anche se l'esponente forse più autorevole della cultura laica e liberale era passato dalla guida della Banca d'Italia a quella della Repubblica, dominava una formazione dirigistica, anche di origine corporativa, che andava riversandosi su due impostazioni ideologiche alternative: la cultura economica di origine cattolica e quella marxista. Il relativo isolamento culturale rende più lenta, in Italia, anche la penetrazione della filosofia keynesiana nell'ambito della politica economica.¹ Non è, però, solamente la cultura della piena occupazione che stenta a farsi largo nel nostro paese, ma anche la concezione di un sistema di sicurezza sociale.

La svolta in questa evoluzione interviene nei primi anni sessanta. Sul piano politico, l'avvio del centro-sinistra apre nuovi canali di rappresentanza politica alle forze sindacali, mentre coinvolge nell'attività di consulenza al Governo giovani professori di formazione keynesiana. Sul piano economico, l'espansione ciclica e le politiche di controllo della congiuntura offrono l'occasione per uno sviluppo della cultura economica di governo del ciclo. La cultura keynesiana irrompe al governo, mescolandosi con l'impostazione dirigistica, di cui si è detto. Da un lato si sviluppa la cultura della politica di stabilizzazione economica, dall'altro si avviano piani pluriennali di programmazione economica² e un processo di riforma del sistema socio-economico, che, nel corso di quindici anni (1965-80), completerà il sistema italiano di sicurezza sociale. Paradossalmente, il completamento avviene un quinquennio dopo che in altri paesi (Regno Unito, Canada, Stati Uniti) era iniziato il riesame critico del Welfare State, da essi impostato sin dai primi anni del dopoguerra.³

Le questioni che attualmente sono al centro del dibattito politico in Italia, in merito alla deregolamentazione dei mercati, alla stabilità monetaria e alla trasformazione delle forme assunte dallo stato sociale, segnano la conclusione di una parabola delle idee da noi dominanti e del loro impatto sulla nostra realtà sociale, che è stata a lungo sfasata rispetto ai paesi a noi culturalmente più vicini.

Con l'espressione "politica economica degli anni settanta" intendiamo quindi, più che l'intervallo temporale del decennio, una filosofia di governo dell'economia imperniata sulla stabilizzazione delle quantità, sull'intervento dirigistico nei diversi mercati, sulla supposta irrilevanza del vincolo intertemporale del bilancio pubblico, sulla subordinazione del suo controllo alla domanda di assistenza che il sistema socio-politico esprime, sulla sottomissione della politica

¹ Il nostro saggio si concentra quasi unicamente sulle politiche macro-economiche, tralasciando un'analisi specifica di altre politiche a carattere prevalentemente micro-economico, quali la politica industriale e la politica del lavoro.

² Non si dimentichi che risale a quegli anni il Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica, e l'istituzione del CIPE (Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica); entrambi in via di smantellamento a metà degli anni novanta.

³ In Gran Bretagna, la cui filosofia di politica economica influenzerà grandemente anche quella dei paesi occidentali, l'apice del potere sindacale si avrà con lo sciopero dei minatori nel 1974. Il Governo conservatore si dimette e i laburisti ritornano al potere, ma ciò segnerà il punto di svolta che nel 1979 condurrà al Governo di Mrs Thatcher.

monetaria alle esigenze del bilancio pubblico così condizionato. Posto in prospettiva storica, quel decennio ci appare più come un modo di fare politica economica che non una rigida delimitazione cronologica.

Questa cultura di governo comincia a emergere nel 1964-65 con le richieste di provvedimenti di rilancio sul piano congiunturale, con la riforma del sistema pensionistico, con la regolamentazione delle relazioni industriali tramite lo “statuto dei lavoratori”, con il cosiddetto autunno caldo. Prosegue con gli aspetti più rilevanti di un sistema di soccorso a imprese e lavoratori in difficoltà, proprio quando shock da offerta segnano, in altri paesi, l’apice del Welfare State e si comincia a percepire che la disponibilità di risorse da ridistribuire tramite il sistema dell’assistenza sociale va restringendosi. Nella gestione della politica economica italiana tale cultura di governo si esplica nell’inizio di una lunga fase di scostamento del nostro paese dagli altri paesi più industrializzati. Vengono alimentate aspettative crescenti sulla possibilità del settore pubblico di garantire il benessere dei cittadini e dispensate certezze per il futuro.

Questa cultura comincia a incrinarsi quando il sistema economico cozza pesantemente contro il vincolo estero ed è costretto a subire un drastico deprezzamento della lira ; ma fino alla primavera del 1977 non c’è segno di alcuna politica di offerta, solamente interventi di controllo dei mercati e della domanda aggregata. Dalla primavera del 1977 comincia a intravedersi qualche intervento volto a modificare il prezzo relativo del lavoro e a predisporre strumenti nuovi di tipo monetario ; ma è con il marzo del 1979 e l’adesione al Sistema Monetario Europeo (Sme) che si pone il primo elemento embrionale di una nuova filosofia di governo dell’economia.

Lo sfaldamento della cultura di politica economica degli anni settanta comincia con il divorzio della Banca d’Italia dal Tesoro nel giugno del 1981. Per quanto concerne questo lavoro riteniamo di poter considerare conclusa a quella data la parabola di deviazione totale dalle linee di politica economica degli altri paesi europei. L’impegno per la stabilità monetaria, che così prende forma, accompagnandosi agli impegni europei, che si prospettano sempre più come vincoli stringenti, impiegherà altri quindici anni prima di consegnarci una cultura della stabilità monetaria in grado di ispirare l’intera politica economica.

Nella Sezione 2 identifichiamo i confini temporali del periodo e richiamiamo i confronti che altri studiosi hanno fatto dell’evoluzione macro-economica italiana, rispetto a quella degli altri principali paesi europei, nella prospettiva temporale in cui tale periodo si inserisce. Nella Sezione 3 identifichiamo i tratti salienti della politica di bilancio in Italia durante tale periodo. Nella Sezione 4 ci concentriamo invece sulla politica monetaria di tale periodo. Nella Sezione 5 identifichiamo quelle che, a nostro parere, sono le principali tesi interpretative della politica economica attuata in quegli anni e ne proponiamo una nuova chiave di lettura. Ne traiamo inoltre le possibili

implicazioni per i problemi di politica economica che attualmente l'Italia fronteggia, in particolare nei confronti del processo di unificazione monetaria europea.

2. Un primo excursus storico: la delimitazione del periodo

Come suggerito nella sezione introduttiva, la politica economica degli anni settanta deve essere intesa in base alla sua filosofia, piuttosto che ad una rigida delimitazione temporale. La stessa scansione decennale è ovviamente fittizia, in quanto ha solo lo scopo di richiamare rapidamente un arco temporale, che solo per caso potrebbe essere effettivamente delimitato da significativi punti di rottura storica; e, qualunque siano le date di “inizio” e “fine” del periodo in esame, è evidente che esso sarà strettamente collegato con i periodi che lo precedono e lo seguono, onde l'inevitabile sovrapposizione di analisi fra i diversi saggi qui pubblicati.

Per delimitare, tuttavia, in qualche modo il periodo, si possono adottare due metodi. Uno, è quello in cui l'individuazione di date significative per i fatti economici **avviene** “a priori”, sulla base di quanto appare più saliente nel corrugarsi del panorama storico. L'altro, invece, è quello in cui si lasciano parlare i dati economici e si individuano, nelle loro serie storiche, se e quando intervengano punti di frattura statisticamente significativi. Il primo metodo è quello che qui seguiremo per delimitare il periodo della nostra analisi ; il secondo, invece, è stato sperimentato da diversi autori, che hanno valutato i risultati macro-economici italiani in termini di *performance* nella crescita del Pil, nell'inflazione, nell'occupazione e nelle altre principali variabili macro-economiche.

Secondo il primo metodo, le date significative sono diverse a seconda se ci concentriamo sugli eventi interni o su quelli internazionali.

Sul piano interno, se le difficoltà del bilancio pubblico italiano prendono una svolta nel 1965 con l'avvio della riforma del regime pensionistico, la sterzata della politica monetaria ha luogo con l'abbandono della difesa delle quotazioni dei titoli pubblici nel 1969, mentre l'economia nel suo complesso entra in una nuova fase con le conseguenze dell'autunno caldo (1969-70).

Sul piano internazionale, fra il 1968 e il 1971 si susseguono una serie di avvenimenti, soprattutto in campo monetario, che normalmente vengono interpretati come l'inizio del definitivo abbandono del regime di cambi fissi disegnato nel 1944 alla Conferenza di Bretton Woods. Nel 1967 era stata svalutata la sterlina, nel 1968 le banche centrali abbandonano il “pool dell'oro”, nel 1969 viene svalutato il franco francese, nel 1971 il marco tedesco e il fiorino olandese fluttuano, nell'agosto del 1971 si dichiara l'inconvertibilità del dollaro in oro. Questi anni di introduzione al

nostro periodo sono inoltre segnati, sempre sul piano internazionale, dalla guerra del Viet Nam (che sta dietro il progressivo sganciamento del dollaro dal suo ruolo di moneta chiave del sistema di Bretton Woods), da quella arabo-israeliana del 1967 (che contribuisce all'indebolimento della sterlina), dagli avvenimenti di maggio 1968 in Francia (che influenzeranno anche il resto dell'Europa e, non ultimo, il nostro paese), dall'abbandono della politica da parte del Generale De Gaulle nel 1969.

La fine del nostro decennio, invece, può essere delimitata, sul piano interno e monetario, dall'ingresso dell'Italia nello Sme nel marzo 1979, e poi dal "divorzio" fra Banca d'Italia e Tesoro nel 1981, con i conseguenti effetti di ritorno a tassi di interesse reali positivi.

Sul piano internazionale il periodo finisce con il superamento della seconda crisi del petrolio (1979-80), con l'ascesa al Governo di Mrs Thatcher, con l'inizio della prima Amministrazione Reagan (1981), e con le elezioni presidenziali in Francia (aprile-maggio 1981), che segnano la vittoria dei socialisti.

Il secondo metodo di identificazione del periodo storico è basato sulla valutazione dei punti di rottura nelle politiche macro-economiche perseguite da un paese durante un determinato periodo storico, in base ai loro risultati. Così (a) si valuta la performance macro-economica dello *stesso paese* nel periodo in esame, rispetto alla sua performance in *altri periodi* storici, in cui esso ha adottato *politiche macro-economiche diverse*; oppure (b) si valuta la performance macro-economica del paese, rispetto ad *altri paesi* ad esso simili e che hanno perseguito *politiche macro-economiche diverse* nello *stesso periodo* in esame.

In realtà viene talora notato che il metodo (a) non è del tutto significativo, in quanto in esso il paese è confrontato con se stesso, non solo in diverse situazioni della sua politica economica, ma anche a fronte di diversi contesti internazionali (ad es. presenza o assenza di shock da petrolio) e diverse fasi del suo sviluppo. Tale critica si applica, anche se solo per uno degli elementi (il diverso grado di sviluppo), al confronto di tipo (b), ove paesi diversi per grado di sviluppo o struttura vengono confrontati nelle loro diverse risposte di politica economica ad una stessa variazione del contesto internazionale (ad esempio ad uno shock da petrolio). E' invece chiaro, dall'evidenziazione sopra apportata mediante le parole *in corsivo*, che il confronto deve essere almeno doppiamente comparativo: internazionale e intertemporale, cioè come un paese ha reagito rispetto al suo passato e rispetto al modo in cui, relativamente al loro passato, hanno reagito paesi simili.

Tale doppio raffronto non ci sembra emerga sempre chiaramente dalle letture che del periodo storico in esame ci offrono gli autori che più si sono concentrati sulla *performance* macro-economica italiana durante gli "anni settanta". Rinviamo comunque il lettore, in particolare, agli studi di Boltho (1986), di Giavazzi e Spaventa (1989) e di D'Adda e Salituro (1989).

3. La politica di bilancio pubblico degli anni settanta

La filosofia della politica economica degli anni settanta vede la sua origine nelle politiche di stabilizzazione della metà degli anni sessanta e in quelle della spesa sociale, che negli stessi anni si avviano.

Riportato sotto controllo il disavanzo corrente estero, nella seconda metà del 1964 si apprestano provvedimenti per il rilancio dell'economia. Sono fiscalizzati 0,5 punti di contributi sociali ; vengono dati incentivi agli investimenti da parte dei comuni e, sul finire dell'anno, viene abolita l'imposta speciale sugli acquisti di auto.⁴

Il rallentamento della crescita, che era seguito a quel primo episodio di politica anticongiunturale (1963-64), ha effetti di contenimento della spinta sindacale nelle fabbriche, ma il nuovo assetto delle forze politiche di governo offre ai sindacati un nuovo interlocutore, il Governo stesso; ciò porterà i sindacati ad assumere un ruolo rilevante nelle decisioni di politica economica e li indurrà, inoltre, a “spendere” tale peso politico anche sul piano della contrattazione salariale di singole categorie di lavoratori.

3.1. La riforma del sistema pensionistico

Le elezioni del maggio del 1968 sono l'occasione per una trattativa Governo-sindacati, che sfocia nella riforma del sistema pensionistico. La riforma, che in tappe diverse in quegli anni viene introdotta, rappresenta l'avvio di quel sistema pensionistico di tipo retributivo (l'ammontare della pensione è commisurato alla retribuzione percepita), la cui fine è stata sancita, nel 1995, con la riforma Dini e il ritorno a un sistema pensionistico a regime di nuovo contributivo (l'ammontare della pensione è commisurato ai contributi versati).

In quegli anni, l'ampia platea di lavoratori rispetto al numero degli anziani consente di affrontare il tema con una relativa negligenza circa le valutazioni sulla sua sostenibilità nel lungo periodo. Non va dimenticato che il tasso di natalità aveva appena raggiunto il suo massimo storico nel 1965, per cui le considerazioni prevalenti di redistribuzione del reddito, di ampliamento del consenso sociale e di sostegno alla domanda interna, che da più parti si considerava stagnante,⁵ risultarono indubbiamente prevalenti.

⁴ All'inizio del 1964 con tale imposta si era cercato di porre un argine a una domanda che, nei due anni precedenti, era cresciuta del 30 e del 44%, rispettivamente. Si veda Forte (1965).

⁵ Si veda al riguardo Graziani (1972).

Divenuto obbligatorio nel 1919, il regime di previdenza sociale rimane un sistema a capitalizzazione fino a che, nell'immediato dopoguerra, non lo si trasforma in un sistema a ripartizione fondato sul principio contributivo. Negli anni dal 1965 al 1969 si passa a un sistema a ripartizione fondato sul principio retributivo. Vale la pena di ripercorrere questa fase di costruzione dell'assetto del sistema pensionistico vigente negli ultimi trent'anni, seguendo il disegno tracciato da Castellino.⁶

Nel luglio 1965 una prima legge delega infrange il sistema contributivo, ma la delega non trova attuazione nei due anni previsti. Più rapida è invece la attuazione della seconda delega, la cui legge porta la data del 18 marzo 1968 e il decreto delegato del 27 aprile 1968. Pur in vista dell'obiettivo di una pensione pari all'80% del salario degli ultimi tre o cinque anni di lavoro, per chi ha un'anzianità contributiva di quarant'anni, la proporzione viene fissata temporaneamente al 65% e vengono abolite le pensioni di anzianità, istituite tre anni prima per chi aveva una contribuzione di almeno 35 anni. Un anno dopo, tale proporzione viene portata al 74% nel periodo 1969-75 e all'80% successivamente; si aumentano del 10% tutte le pensioni, si introduce la loro indicizzazione automatica, viene istituita la pensione sociale per gli ultra-sessantacinquenni privi di altri redditi e vengono ripristinate le pensioni di anzianità.

Queste ultime esistevano già dal 1956 per i dipendenti pubblici, che avessero una anzianità di servizio di 25 anni (20 per le donne coniugate); requisito che viene ridotto a 20 e 15 rispettivamente nel 1973. La indennità integrativa speciale viene comunque erogata nella misura fissa dell'80% fino al 1982. Tra i privilegi del sistema pensionistico dei dipendenti pubblici, non va dimenticato il fatto che la pensione sia stata, fino alla riforma Dini, commisurata all'ultima retribuzione percepita, che i coefficienti di calcolo della pensione sono generalmente superiori a quelli utilizzati per i dipendenti privati e, infine, che nei primi anni settanta furono previsti abbuoni fino a sette anni di contribuzione per accelerare il ricambio all'interno della Amministrazione Pubblica, la quale, però, non subì particolari trasformazioni organizzative.

Ma non è tutto sulle pensioni. Nel 1966 si istituisce la gestione speciale per le pensioni dei commercianti (quelle dei lavoratori autonomi dell'agricoltura e degli artigiani erano del 1957 e 1959, rispettivamente). In tutti questi casi si adotta il criterio di pagare la pensione al minimo, anche a chi raggiunge i limiti di età per la pensione di vecchiaia dopo un solo anno di contribuzione.

Da ultimo, nel 1975, le pensioni vengono indicizzate automaticamente all'andamento dei salari reali; indicizzazione abolita nel 1992 con la riforma Amato.

Nei dodici anni dal 1965 al 1977 il numero delle pensioni di invalidità è cresciuto a ritmi superiori a quello del numero complessivo, mentre le tre gestioni speciali (agricoltura, artigianato e

⁶ Castellino (1994).

commercio) hanno visto un'espansione proporzionale del numero delle pensioni maggiore di quella dei lavoratori dipendenti. In particolare, per i commercianti va considerato che l'avvio della gestione è del 1967 e quindi i tassi di variazione percentuale risultano esaltati dalla rapida diffusione dell'istituto nei primi anni da tale avvio.

**Tab. 3.1 : Numero delle pensioni :
tasso medio annuo di variazione percentuale nel periodo 1965-1977**

	Numero complessivo pensioni	di cui: pensioni di invalidità
Lavoratori dipendenti	+3,8	+5,3
Lavoratori autonomi:		
Agricoltura	+5,1	+13,9
Artigianato	+11,1	+20,2
Commercio*	+16,3	+98,0

* in questo caso i tassi medi di variazione si riferiscono al periodo 1967-1977

Fonte: Pizzuti (1979).

In questo periodo si ha soprattutto l'aumento del numero delle pensioni, mentre in termini di valori unitari esse crescono lentamente e rimangono, quindi, a livelli molto contenuti. E' nella seconda metà degli anni settanta, che, una volta acquistato il diritto alla pensione, si sviluppa la pressione all'aumento del loro importo unitario.

[inserire Fig. 3.1 il conto della protezione sociale]

Considerando i dati di contabilità nazionale relativi al Conto della Protezione Sociale, la spesa per le pensioni accelera la propria crescita in termini di Pil nel 1965; fa ulteriori passi verso l'alto nel 1972, nel 1975 e infine nel 1980-'81. Anche se nel complesso la spesa per le pensioni, nel corso di tutti i trentacinque anni considerati dal grafico, mostra una crescita relativamente regolare, ancorché a ritmi sostenuti in termini di Pil, non si deve dimenticare che negli anni sessanta e settanta il tasso di espansione del Pil è decisamente più elevato e la stessa popolazione complessiva era ancora crescente.

[inserire fig. 3.2 pensioni]

3.2. Le politiche di stabilizzazione dei redditi

Le altre due voci della Protezione Sociale, sanità e assistenza (incluse le pensioni di natura assistenziale), mantengono un ritmo più contenuto di crescita. La spesa per l'assistenza, in realtà, dopo aver reagito con un aumento in termini di Pil al rallentamento dell'attività economica nel 1974-'75, cresce a ritmi più contenuti rispetto a quelli del Pil e quindi il suo peso tende a ridursi rispetto ai primi anni sessanta. L'allargamento del numero degli aventi diritto alla pensione sembra svolgere una funzione di stabilizzazione dei redditi familiari di fronte al verificarsi dei rischi di natura economica e individuale. Diversa appare la sua composizione dopo il 1979-'80; la spesa per integrazione salariale (Cassa integrazione guadagni, Cig) assume, infatti, un peso più significativo, pur su livelli complessivi di spesa per l'assistenza in lenta diminuzione.

Per quanto riguarda, invece, la sanità, tra il 1963 e il 1967, le spese passano dal 2,5% circa del Pil al 3,5% ; negli anni 1970-73 fanno un nuovo salto di un punto di Pil e solo negli anni ottanta, dopo l'introduzione della riforma generale del settore, che istituisce il Servizio Sanitario Nazionale, presentano ulteriori incrementi di questi ordini di grandezza.

[inserire fig. 3.3 e fig. 3.4, assistenza e sanità]

L'impiego dello strumento pensionistico come ausilio predominante per la spesa relativa alla protezione sociale comincia a ridurre l'incertezza del reddito futuro nell'arco della vita individuale; d'altro canto, il ritmo elevato di espansione dell'economia rende poco rilevanti altre forme di stabilizzazione congiunturale dei redditi. Quando le retroazioni dello shock salariale e dello shock petrolifero potrebbero mettere a repentaglio il livello di occupazione, le mutate relazioni industriali riescono a stabilizzarne il livello, indipendentemente dal contesto congiunturale e strutturale determinatosi. In questo modo si rafforza un effetto di aumento della ricchezza di ciclo di vita, che è stata valutata di un qualche rilievo nel sostegno della propensione al consumo nel medio-lungo periodo.⁷

[inserire fig. 3.5, occupazione pubblica relativa e fig 3.6 spesa per retribuzioni]

All'ampliamento delle forme di integrazione e stabilizzazione di reddito contribuisce, agli inizi degli anni sessanta, anche un ampliamento significativo della massa retributiva garantita dalle

⁷ Ando, Guiso, Visco (1995).

Amministrazioni Pubbliche (AP).⁸ All'aumento fisiologico dell'occupazione pubblica, dato l'incremento di servizi che il settore pubblico si appresta a rendere, si somma anche l'effetto della riforma regionale. Tra il 1970 e il 1973 l'occupazione delle AP cresce del 13%.

Tra il 1962 e il 1965, la quota di spesa per retribuzioni pubbliche sul Pil aumenta di quasi due punti percentuali e un altro salto di un punto e mezzo viene fatto tra il 1970 e il 1972. Queste due fasi corrispondono alle due "spallate" date alla dinamica salariale del settore privato. Dapprima con il round salariale del 1962-63 e successivamente con quello del 1969-70.

Gli effetti dello shock interno su salari e relazioni industriali e di quello esterno sul prezzo del petrolio, si manifestano in modo pesante per le imprese, nei confronti delle quali la finanza pubblica interviene per impedirne il tracollo finanziario. La pressione in tal senso non è esercitata solamente dalle forze sindacali; anche il sistema bancario teme gli effetti di possibili fallimenti di imprese. Il risultato è l'allargamento della presenza dello Stato nell'attività produttiva, l'irrigidimento della stessa struttura produttiva e un impegno finanziario che avrà effetti ritardati via via più consistenti. La redistribuzione di reddito che i sindacati avevano indotto con l'autunno caldo e le sue ricadute negli anni seguenti, cominciava così a essere compensata dal trasferimento di fondi verso le imprese in difficoltà effettuato attraverso il bilancio pubblico. La politica di stabilizzazione dei redditi sembra quindi non escludere, in un certo senso, quelli di impresa. La quota di sussidi pagati dallo Stato alle imprese passa dal 4% del valore aggiunto delle imprese private nel periodo 1960-66, al 6% nel 1972 e all'8,5% nel 1975. La dinamica dei contributi alla produzione da parte delle AP ne risente e nel 1975 si osserva un salto di quasi un punto percentuale e mezzo di tali spese in termini di Pil.

[inserire fig. 3.7 contributi alla produzione+ fig. 3.8 spesa primaria]

3.3. La politica delle entrate

Nel complesso la spesa primaria, dopo un incremento di cinque punti di Pil nel periodo 1961-65, prosegue con ritmi alterni su queste tendenze espansive fino a raggiungere il 40% del Pil nel 1981. A fronte di questa dinamica della spesa primaria (10 punti di Pil in più nel decennio che termina con il 1975), le entrate hanno avuto ritmi di crescita diversi prima e dopo la metà degli anni settanta. Fino al 1975 esse sono cresciute molto lentamente, sostenute soprattutto dalla dinamica dei contributi sociali; le imposte indirette hanno risentito, attorno a quegli anni, del passaggio da una

⁸ Nel corso di trentacinque anni questo processo porterà da una struttura dell'occupazione dipendente, in cui un dipendente su sette, nel 1960, apparteneva alle AP, a quella degli anni attuali in cui un dipendente su quattro appartiene alle AP.

imposta sulle vendite (l'Ige) a una imposta sul valore aggiunto (l'Iva), mentre le dirette hanno cominciato a espandersi dopo la riforma che, nel 1974, ha introdotto l'Irpef.

Fino a metà degli anni settanta il prelievo era quindi costituito prevalentemente da imposte che intervenivano sul processo di formazione dei prezzi, determinando un effetto sia di distorsione regressiva per quanto riguarda la distribuzione degli oneri del prelievo, che di scarsa reattività ciclica delle entrate complessive. Le imposte dirette, inoltre, prima della riforma, erano raccolte sulla base della iscrizione a ruolo, generando quindi lunghi ritardi tra il momento della formazione del reddito e il prelievo vero e proprio.

La riforma dell'intero sistema fiscale della prima metà degli anni settanta è il punto di svolta nella politica delle entrate. Deve essere considerata una coincidenza fortunata, il fatto che la riforma della imposizione diretta avvenga proprio mentre parte il ciclo della grande inflazione. La riforma ha infatti accorciato i tempi di raccolta proprio nel momento in cui, con tassi di inflazione più elevati, il mantenere ritardi lunghi nel prelievo avrebbe creato squilibri enormi nella gestione del bilancio pubblico e rafforzato ulteriormente il processo di accelerazione dell'inflazione.

D'altro canto, la riforma fiscale si sovrappone alla necessità di reagire agli impulsi impartiti al sistema economico dall'autunno caldo, dalle mutate relazioni industriali, dalla rivalutazione della lira in termini reali. Questa politica di sostegno del reddito delle imprese non si avvale solamente dei trasferimenti pubblici verso le imprese, come abbiamo già visto ; anche il sistema fiscale si apprestava a fornirle sostegno. Ciò avvenne, a più riprese, lungo tutto l'arco del decennio.

[[[inserire fig. 3.9 imposte e contributi sociali]]]

Agli inizi degli anni settanta, le principali misure furono la riduzione degli oneri sociali per imprese con meno di 500 dipendenti nel 1971 e l'esenzione da imposizione indiretta degli acquisti di beni di investimento nel 1972, in vista della fissazione al 1 gennaio 1973 della data per la modifica del sistema di imposizione indiretta, dopo un rinvio della data inizialmente prevista (1 gennaio 1972).

Dalla riforma dell'imposizione indiretta si attendevano due effetti principali: (a) sulla profittabilità delle esportazioni, in conseguenza dell'abolizione del sistema forfetario per il rimborso dell'Ige e di altre imposte compensative sulle esportazioni, e (b) sulla domanda di beni di investimento e di scorte, per i quali un'esenzione dall'Ige era stata pianificata per il periodo transitorio.

L'effetto atteso sulle esportazioni era negativo (il ritardo nell'introduzione del nuovo sistema era il risultato di pressioni da parte degli esportatori), mentre il trattamento più favorevole

per i beni di investimento e le scorte avrebbe dovuto rimuovere alcuni vincoli alle decisioni di investimento.

In realtà, l'incertezza circa la data d'inizio del nuovo sistema contribuì sostanzialmente a ridurre la domanda di investimento e l'accumulazione delle scorte durante il 1971 e i primi trimestri del 1972. Se nel 1971 l'effetto sul Pil esercitato dalla riduzione delle scorte è indiscutibile, una valutazione simile è più difficile per il 1972, a causa delle influenze esterne sulle scorte agricole e dell'inizio degli aumenti nei prezzi delle materie prime. Complessivamente, lo sgravio sulle scorte ammontò ad una riduzione di imposte di circa 700 miliardi di lire —lo 0,9% del Pil— (400 risultanti dal cambiamento dall'Ige all'Iva e 300 dalla riduzione delle aliquote nella seconda metà del 1972). Per quanto riguarda i beni di investimento, si valuta l'impatto delle misure in un trasferimento di 400 miliardi di lire (circa lo 0,5% del Pil) a favore delle attività liquide delle imprese.⁹

La transizione al nuovo sistema di fiscalità indiretta fu l'occasione da parte delle imprese di un recupero dei propri margini, compressi dalla dinamica salariale in corso. Il risultato fu che l'introduzione del nuovo sistema fiscale, che non avrebbe dovuto aumentare le entrate pubbliche relativamente al vecchio sistema, si accompagnò a un aumento dei prezzi di circa il 4% fra il dicembre 1972 e il gennaio 1973. Al tempo stesso, l'incapacità dell'amministrazione fiscale permise un aumento dell'evasione delle imposte indirette. Le entrate sotto il nuovo regime diminuirono, il che contribuì a gonfiare il disavanzo pubblico nel seguente anno 1973.

Più efficace risultò la riforma dell'imposizione diretta, anche se non contribuì immediatamente ad aumentare il gettito. Incrementi significativi cominciano a diventare palesi solamente con il 1976. Comunque, le modificazioni delle modalità di prelievo sono davvero radicali: prelievo alla fonte, per i redditi da lavoro dipendente, e autoliquidazione nel maggio dell'anno successivo, per i redditi da lavoro autonomo. L'autoliquidazione verrà, in seguito, accompagnata da un versamento anticipato a novembre dell'anno di riferimento del reddito percepito, al fine di avvicinare maggiormente il momento di percezione del reddito e il momento di pagamento delle imposte.

Inoltre, nel corso degli anni che seguono l'introduzione della riforma delle imposte dirette, l'elevato tasso di inflazione determina un aumento dell'aliquota media di imposizione Irpef, a parità di reddito reale, (*fiscal drag* nominale), che si va ad aggiungere all'effetto progressività esercitato dalla ripresa della crescita in termini reali (*fiscal drag* reale). Questo fenomeno, per il quale vengono adottati correttivi solamente parziali e molto ritardati, determina una disponibilità di bilancio fornita dalle famiglie, che consente di finanziare il recupero dei margini di profitto delle

⁹ Si veda Basevi, Onofri, Tantazzi (1977).

imprese, nella seconda metà degli anni settanta.¹⁰ Questo trasferimento avviene in due momenti significativi nel 1977 e nel 1980, con la riduzione degli oneri sociali a carico delle imprese. Nel 1977 si tratta di uno sgravio contributivo in cifra fissa per dipendente, che va, poi, perdendo peso nel tempo, col crescere dei valori nominali dei salari. Nel 1980 lo sgravio viene trasformato in una riduzione di aliquote differenziata per sesso (quattro punti in meno per gli uomini e dieci per le donne) e per settore (due punti in più di riduzione per quello industriale).

Ma non è solamente attraverso l'imposizione diretta che si trasferiscono fondi dalle famiglie alle imprese. A ciò contribuisce anche l'aumento dell'Iva, che fornisce la copertura della riduzione dei contributi sociali effettuata nel 1977 e l'aumento delle accise che, nel 1980, accompagna i provvedimenti di fiscalizzazione dei contributi sociali. Va da sé che il finanziamento della riduzione dei contributi sociali per mezzo di aumenti delle imposte indirette, dalle quali le esportazioni sono esenti, sia stato interpretato, in quegli anni come una forma di deprezzamento nascosto della nostra moneta. In particolare, quando nel 1980 l'adesione allo Sme aveva cominciato a far sentire la difficoltà a tenere il passo con l'inflazione dei paesi europei nostri concorrenti.

3.4. I saldi di bilancio e gli impulsi impartiti all'economia

Gli anni sessanta lasciano, dunque, una eredità di indebitamento netto primario al decennio successivo, che lo spinge ai valori massimi mai sperimentati. Negli undici anni dal 1964 al 1975, l'indebitamento netto primario passa da zero a 8,1% del Pil. Da quel valore ridiscenderà lentamente fino a tornare a valori negativi (un avanzo) solamente nel 1992.

[inserire fig. 3.10 indebitamento netto primario]

Così frammentata, come emerge da questa sintesi, la politica di bilancio sembra avere reagito di più a sollecitazioni di natura politico-sociale che non a un disegno macro-economico vero e proprio. Nel corso degli anni sessanta la nuova dinamica della spesa primaria non è seguita da una crescita adeguata delle entrate, anzi, come sottolinea Giarda,¹¹ sembra quasi affermarsi una sorta di libertà dai vincoli di finanziamento. Essa trova sanzione nella sentenza della Corte Costituzionale del 1966, con la quale si dichiara costituzionalmente lecita "la copertura di nuove e maggiori spese con l'emissione di titoli del debito pubblico al di fuori dei vincoli fissati dalla legge di bilancio".

A questa libertà dai vincoli si aggiunge l'effetto esercitato, da un lato, dalla riforma regionale, che istituì nuovi soggetti decentrati di spesa, e, dall'altro, dalla riforma fiscale, che con

¹⁰ Questa tesi è vigorosamente sostenuta da Giavazzi e Spaventa (1989).

l'accentramento delle entrate lasciò liberi gli enti decentrati dalla necessità di provvedere alla copertura delle loro spese. Questa libertà fu, quindi, utilizzata per espandere la quota di spesa per consumi e investimenti pubblici dovuta a Regioni e Enti locali.

Nei primi anni settanta, un anno e mezzo di incertezza politica e di ristagno economico si concluse con le elezioni politiche anticipate del 1972, in prossimità delle quali fu approvato un nuovo aumento delle pensioni minime. L'ammontare totale dell'onere per il bilancio pubblico fu di circa 800 miliardi di lire (circa un punto di Pil), ma ritardi nei pagamenti ne spostarono l'effetto sulla domanda all'anno successivo. Assieme agli altri provvedimenti miranti a sostenere il reddito d'impresa e gli investimenti, anche questa misura andava ad alimentare la rapida espansione del 1973.

Un disegno macro-economico fortemente consapevole non sembra imporsi nella politica di bilancio nemmeno quando i prezzi sia delle materie prime non energetiche che del petrolio esplodono. La reazione della politica di bilancio in termini restrittivi nel corso del 1974 è soprattutto mirata a contenere la domanda aggregata di fronte a una scarsità fisica delle risorse energetiche. Tant'è che nel corso del 1975 si reagisce al forte ciclo di riduzione delle scorte, che ha per la prima volta effetti recessivi significativi sulla nostra economia, con un tentativo di rilancio della domanda e con un allargamento dei meccanismi di indicizzazione salariale. Dal dicembre 1974 al maggio 1975 vengono presi provvedimenti di rilancio dell'attività edilizia, che allora fu valutato potessero mettere in moto, nei tre anni successivi, investimenti nel settore dell'edilizia abitativa e delle opere pubbliche per 5000 miliardi di lire (il 3,5% del Pil del 1975). Vengono adottati provvedimenti di sostegno delle esportazioni, introdotti sgravi fiscali da applicarsi alla neonata Irpef e da ultimo viene abolita l'Illor sul reddito dei professionisti.

Un disegno di politica di bilancio, coerente con l'obiettivo di adeguare il sistema economico alle mutate ragioni di scambio, comincia a intravedersi quando i vincoli del saldo estero negativo, delle riserve valutarie e del cambio si fanno sentire. Le restrizioni sulla domanda diventano molto più decise, attraverso sia l'aumento dell'imposizione diretta, che di quella indiretta e delle tariffe dei servizi pubblici. Nel primo caso, il prelievo corrisponde, all'incirca, all'1,5% del reddito disponibile delle famiglie; nel secondo caso, a un rialzo del livello dei prezzi del 4%.¹² A questi effetti vanno aggiunti quelli del congelamento dei pagamenti dell'indennità di contingenza, che perdurerà dal 30 settembre 1976 al 30 aprile del 1978. Nel periodo che va dall'autunno 1976 alla primavera 1977, gli

¹¹ Giarda (1986).

¹² Prometeia (1976).

interventi ex-ante sul disavanzo pubblico assommano (almeno sulla carta) a quasi quattro punti di Pil.¹³

Con gli interventi del febbraio 1977 si dà avvio ai provvedimenti di fiscalizzazione, prima menzionati, che ricreano condizioni di offerta più favorevoli alla crescita. Inizia così, almeno nelle intenzioni, un programma di rientro dall'inflazione, che condurrà alla scelta travagliata dell'adesione allo Sme. Ma la politica di bilancio stenta, e stenterà a lungo, ad adeguarsi a queste ancora embrionali intenzioni.

Il tasso di crescita dell'economia, dopo l'*exploit* del 1976, si riduce e le tentazioni per impostare una nuova politica di rilancio sono troppo forti per resistervi, nonostante l'inflazione italiana, anche se in riduzione, sia ancora di molti punti più elevata di quella europea.

Nel 1978, il reddito disponibile delle famiglie viene sostenuto, oltre che dal venir meno del blocco della scala mobile, dalla indicizzazione delle pensioni anche alla dinamica salariale, dall'adeguamento del valore del punto della scala mobile per i dipendenti del commercio e per quelli pubblici al valore concordato per il settore industriale.

Nel complesso l'indebitamento netto primario, dopo essersi ridotto di quasi quattro punti di Pil nel biennio 1976-77, riprende a crescere per la pressione esercitata dalla spesa primaria nel corso del 1978. In termini comparati, la nostra politica di bilancio aveva cominciato, alla fine degli anni sessanta, a deviare da quella europea ; nel 1974-75 aveva seguito la direzione delle politiche di bilancio dei principali paesi industrializzati, ampliando i disavanzi primari, ma l'aveva fatto con una intensità decisamente maggiore.

[[inserire figure indeb netto prim comparato + sp. pr. comp+ press. fiscale comp.]]

Nel corso del 1978, la nostra politica di bilancio va invece in direzione opposta a quella degli altri paesi, se si esclude la Francia. Per essi il 1975 costituisce il massimo di espansione della spesa e dei disavanzi primari. Dopo tale data, la spesa si stabilizza e i disavanzi tendono a scendere. Nel caso francese, la spesa primaria continua a crescere, ma le entrate consentono una stabilizzazione del disavanzo primario. Più travagliato è il nostro caso.

La espansione della nostra spesa primaria, per ragioni congiunturali e strutturali, ci porta verso livelli di spesa europei, ma il punto di partenza della nostra pressione fiscale è talmente basso rispetto a quella degli altri paesi a noi comparabili per assetto della spesa, che solamente nel 1992-93 raggiungiamo i livelli di pressione fiscale di Francia e Germania. A quella data, la nostra spesa primaria aveva già raggiunto il livello di quella tedesca, ma era rimasta ben al di sotto di quella

¹³ A titolo di comparazione va ricordato che le manovre correttive dei conti pubblici del 1993 furono dell'ordine del 6%

francese. L'indebitamento netto primario si avvierà a un declino progressivo solamente dopo il 1985, rientrando sui livelli degli altri paesi nel 1991 e da allora procedendo in modo sistematico verso un avanzo crescente.

Un indebitamento primario così elevato negli anni settanta segnala una intermediazione di risorse crescente da parte del settore pubblico ; ad essa corrisponde una attivazione di domanda aggregata via via più contenuta, sia per l'elevato peso dato dai trasferimenti, sia perché aumenta il costo finanziario di ogni unità di domanda attivata dal bilancio pubblico.

Questo costo di intermediazione finanziaria ha assunto due diverse modalità nel tempo. Negli anni oggetto della nostra attenzione, questa crescente intermediazione impone una crescente apertura dei portafogli bancari a impieghi a favore del settore pubblico. A tale forma di "spiazzamento" fa da contraltare il fatto che questi obblighi favoriscono il finanziamento dei disavanzi con la tassa da inflazione, verso la quale trovano una oggettiva convergenza di interessi sia l'apparato statale che il sistema delle imprese. L'inflazione alta, persistente e almeno in parte prevedibile, provoca comportamenti molto cauti nei consumatori, ma favorisce la ripresa del ciclo degli investimenti sul finire degli anni settanta.

Non si tratta, però, di un meccanismo stabile. La sua intrinseca instabilità finanziaria diventa manifesta con la sorpresa inflazionistica del 1979-80, quando, di fronte al secondo shock petrolifero, nonostante gli altri paesi avessero fatto tesoro dell'esperienza della reazione al primo e avessero messo in atto molto più rapidamente politiche di bilancio restrittive e rovesciato il regime delle politiche monetarie, il nostro paese procede nella direzione opposta ; solamente con il gennaio 1981 ci sarà una svolta parziale nelle politiche economiche italiane, sancita nel giugno dello stesso anno dalla svolta più radicale di quella monetaria.

A quel punto inizia il secondo tempo della politica di bilancio e gli oneri di una sua persistente deviazione dal tracciato richiesto dalla convergenza e dalla stabilità del cambio assumeranno ora la forma di un accumulo progressivo di pagamenti per interessi e di debito pubblico.

3.5. Il debito pubblico

(inserire fig. 3.14 debito pubblico)

Ci si è più volte chiesti se l'origine del debito pubblico attuale risieda nelle politiche di bilancio

degli anni settanta. Due sono le opinioni prevalenti; entrambe ben documentate. La prima,¹⁴ vede nell'incremento dell'indebitamento primario tra il 1969 e il 1975 la causa principale che ha determinato quell'accumulo progressivo di debito pubblico in termini di Pil, che a stento, solamente nel 1995, è stato arrestato. Questa tesi sottolinea il fatto che tale accumulo di indebitamento primario avrebbe esercitato i suoi effetti esplosivi quando, durante gli anni ottanta, la crescente efficienza dei mercati, associata alla maggiore indipendenza della politica monetaria, indusse i tassi di interesse reale a salire.

L'altra posizione,¹⁵ fa rilevare come il risultato di una simulazione controfattuale, effettuata con un modello econometrico dell'economia italiana, mostri che se si elimina l'incremento di indebitamento primario netto intervenuto all'inizio degli anni settanta, il decennio si sarebbe chiuso con un rapporto debito pubblico/Pil più basso di 25 punti percentuali. A parità di tassi di interesse sperimentati nel corso degli anni ottanta, l'esplosione del rapporto debito/Pil non si sarebbe evitata, anche se, naturalmente, il livello raggiunto sarebbe stato inferiore.

Va da sé che il punto discriminante consiste nell'ipotesi di invarianza dei tassi di interesse. Ipotesi, sulla quale si potrebbe discutere senza fine. Questa seconda posizione segnala comunque che il non aver fatto seguire alla rivoluzione nella gestione della politica monetaria, se non a distanza di dieci anni, una analoga rivoluzione nella gestione della politica di bilancio, ha indubbiamente avuto un costo per il nostro sistema economico.

Per sottolineare l'importanza della rivoluzione compiuta dalla politica monetaria a seguito della crisi degli anni settanta, torniamo ora a ripercorrerne i principali sviluppi.

4. La politica monetaria

4.1. I prodromi della crisi: la politica di stabilizzazione del mercato obbligazionario

Nella seconda metà degli anni sessanta la Banca d'Italia aveva perseguito una politica volta a mantenere stabili i tassi di interesse a lungo termine, in modo da sviluppare il mercato delle obbligazioni. Una prima interruzione di tale politica ebbe luogo nell'agosto del 1969, quando la Banca dovette lasciar aumentare i tassi, per tentare di contenere le forti uscite di capitali, attratti

¹⁴ **Giavazzi e Spaventa (1989); Galli e Giavazzi (1992).**

¹⁵ **Bosi, Golinelli, Stagni (1990). In realtà, l'origine del debito pubblico italiano nella prima parte degli anni settanta era già stata rilevata da Andreatta e D'Adda (1985), al cui scritto i lavori di Giavazzi e Spaventa (1989), e di Bosi et al. (1990) si riallacciano.**

dall'aumento dei tassi internazionali ; questi riflettevano le politiche anti-inflazioniste messe in atto dai principali paesi industrializzati.

L'abbandono del sostegno dei titoli a lungo termine era stato particolarmente dirompente, a causa del ritardo e della riluttanza con cui esso era stato attuato e per l'inesistenza di un ampio mercato di titoli a breve. Al cadere delle quotazioni dei titoli a lunga, l'attesa di ulteriori perdite fece aumentare la preferenza per la liquidità. Una più rapida o anticipata caduta delle quotazioni avrebbe potuto invertire le aspettative e rivitalizzare la domanda di titoli a lunga. In tale situazione la mancanza di un mercato a breve rappresentava un ulteriore elemento di rigidità, poiché durante l'aggiustamento verso il basso dei prezzi delle obbligazioni, non vi era la possibilità di investire temporaneamente i fondi in titoli a breve. Le imprese bisognose di credito erano quindi costrette ad ottenerlo a lunga e a tassi elevati, mentre il fabbisogno pubblico si orientava alla fonte monetaria del finanziamento.

Nell'episodio della crisi del mercato delle obbligazioni emerge quella pratica del controllo, e del suo improvviso abbandono sotto la pressione del vincolo estero, che costituirà un elemento ricorrente di almeno la prima metà degli anni settanta, e che riflette una diffidenza nei confronti del funzionamento dei mercati, espressione di una cultura dirigistica nella quale confluivano filoni di diversa origine.

4.2. Prevalenza di shock interni : 1970-1972

4.2.1. Evoluzione negli obiettivi e vincoli della politica monetaria

Un aspetto rimarchevole della politica economica italiana è la lunghezza del periodo durante il quale la parità della lira nei confronti del dollaro è rimasta immutata. Il cambio della lira, dopo le revisioni di parità di molte monete in occasione della svalutazione della sterlina nel settembre 1949, si era assestato, nell'ottobre 1949, al livello di 625 lire per un dollaro. A tale quotazione fu fissata la parità ufficiale, prima in sede dell'Unione europea dei pagamenti nel 1950, poi in sede del Fondo Monetario Internazionale (FMI) il 30 marzo 1960. La parità della lira era quindi passata indenne attraverso la svalutazione del franco francese nel 1958, la rivalutazione del marco nel 1960, la nuova svalutazione della sterlina nel 1967 e del franco francese nel 1969.

L'abitudine alla fissità del cambio sembra protrarsi in modo eccessivo anche all'inizio del nostro periodo: a parte un interludio di fluttuazione (agosto-dicembre 1971), il cambio della lira fu tenuto relativamente fisso nei confronti del dollaro —che rimaneva ancora al centro dello scricchiolante sistema monetario internazionale— anche se in termini di cambio effettivo essa si

deprezzò lievemente (del 2,4% tra l'ultimo trimestre del 1969 e l'ultimo trimestre del 1972). In tali condizioni, il tasso di inflazione italiano era ancora determinato prevalentemente dall'inflazione mondiale. Questa, anche se aveva già cominciato ad accelerare, non aveva ancora raggiunto il ritmo del 1973-75.

Rispetto a queste influenze esterne, più importanti erano le pressioni di origine interna, cui l'economia italiana veniva sottoposta. Nel 1971-72 i prezzi al consumo aumentarono assai più di quelli all'ingrosso, indicando così che le pressioni inflazionistiche provenivano dai settori dell'economia meno esposti alla concorrenza estera.¹⁶

Durante la maggior parte degli anni sessanta le autorità di politica economica, in particolare quelle monetarie, avevano interpretato lo sviluppo economico italiano nel contesto di un modello di crescita trainata dalle esportazioni. Ciò implicava che l'obiettivo esterno era definito non tanto dal saldo complessivo della bilancia dei pagamenti, quanto dalla sua particolare struttura, ove un avanzo di conto corrente doveva corrispondere in parte ad uscite di capitali e in parte ad accumulo di riserve.

Tuttavia la crescita delle esportazioni continuò a declinare nel corso degli anni sessanta, mentre le uscite di capitali acceleravano, particolarmente durante la crisi di bilancia dei pagamenti del 1969. Questi sviluppi modificarono la visione delle autorità nei confronti delle forze sottostanti alla crescita economica italiana, e conseguentemente le priorità che esse attribuivano ai diversi obiettivi. Le persistenti uscite di capitali, piuttosto che essere viste come la contropartita necessaria a sostenere un avanzo strutturale del conto corrente, furono interpretate come un segno di debolezza dell'investimento interno. L'attenzione delle autorità si volse quindi alle condizioni necessarie ad aumentare gli investimenti, sia pubblici che privati.

Per lo stesso motivo, le autorità cominciarono anche a guardare meno benevolmente alla mobilità internazionale dei capitali, poiché questa sembrava funzionare solo in una direzione. Infatti lo smantellamento dei controlli sui movimenti di capitali¹⁷ aveva aperto al risparmio nazionale opportunità estere più redditizie o sicure, ma non sembrava attrarre dall'estero i mezzi per finanziare una maggiore accumulazione di capitale. Gli stessi movimenti in uscita sembravano indotti più dalla sfiducia conseguente alla conclusione del periodo del "miracolo italiano" e dal desiderio di sfuggire ad un fisco che si temeva diventasse più orientato che nel passato alla tassazione dei redditi da capitale, che non da spirito imprenditoriale volto a creare nuove basi produttive all'estero.

¹⁶ Si veda la Fig. 4.1. ? ?

¹⁷ Per le varie forme e tempi dei controlli sui movimenti di capitali, si vedano, in particolare, Bruni, Penati, Porta (1989), nonché UIC (1996a, 1996b).

Come risposta a ciò, e anche a seguito dei segnali di crisi ormai apparenti nel sistema monetario internazionale, le autorità cominciarono a considerare con favore alternative possibili al regime di cambi fissi. Infatti l'abbandono di tale regime sembrava permettere, da un lato di alleviare la stretta sui profitti dei settori esposti alla concorrenza internazionale, risultante da un'inflazione interna più elevata di quella esterna; dall'altro, di frenare le uscite di capitali tramite il rincaro del cambio piuttosto che mediante tassi di interesse più elevati. In entrambi i modi questo cambiamento di regime avrebbe potuto favorire l'investimento interno, aumentandone la redditività e rendendo disponibile maggior risparmio per finanziarlo.

4.2.3. La ricerca di strumenti monetari più articolati

In quegli anni le nostre autorità di politica monetaria, forse ancor più di quelle degli altri paesi industrializzati, seguirono attentamente e fecero spesso propri nuovi schemi e strumenti di analisi, che la teoria economica e l'econometria andavano sviluppando.

E' ben noto che, in un regime di cambio fisso, l'autonomia della politica monetaria è limitata dalla mobilità internazionale dei capitali. Negli anni sessanta la teoria economica aveva ritenuto che la soluzione a tale *impasse* potesse essere fornita dal modello Mundell-Fleming,¹⁸ secondo il quale un opportuno *mix* di politica monetaria e fiscale poteva fronteggiare squilibri di breve periodo, usando la politica fiscale per l'equilibrio interno e la politica monetaria per quello esterno.¹⁹ Questa prescrizione, che alla luce degli sviluppi teorici successivi ha perduto gran parte del suo interesse, mostrava tuttavia, già allora, i suoi limiti. Essi apparvero particolarmente rilevanti, nel caso italiano, nei primi anni settanta, quando si cercò ancora di mantenere il cambio fisso (1971-73), ma anche dopo, durante la prima fase di fluttuazione della lira (1973-76).

Infatti l'impostazione in termini di *policy mix*: (a) presuppone la possibilità di usare la politica fiscale in modo efficiente per lo scopo di mantenere l'equilibrio interno; (b) in presenza di avanzi persistenti del conto corrente (come era il caso dell'Italia fino al 1972) implica che le uscite di capitali non superino l'ammontare necessario a bilanciare l'avanzo di conto corrente, supponendo che di avanzo si tratti anche in piena occupazione;²⁰ (c) considera le politiche monetaria e fiscale come due strumenti indipendenti, ignorando in particolare i vincoli sugli strumenti monetari che potrebbe derivare dalla necessità di finanziare il bilancio pubblico.

¹⁸ Fleming (1962), Mundell (1963).

¹⁹ In realtà nello stesso filone teorico si inseriva anche in quegli anni la cosiddetta "new Cambridge school", che indicava l'assegnazione opposta e considerava, in particolare, che il conto corrente della bilancia dei pagamenti fosse in stretta relazione con il saldo del bilancio pubblico. Per una valutazione critica di tale scuola si vedano Marzano (1975) e McCallum e Vines (1981).

²⁰ Ciò richiede di adattare il *mix* di politica monetaria e fiscale alle condizioni di pieno impiego, ma la soluzione risulterebbe comunque di breve periodo: la restrizione monetaria dovrebbe essere aumentata continuamente al fine di finanziare un disavanzo persistente di conto corrente o un eccessivo deflusso di capitali autonomi.

Per quanto riguarda il punto (a) nel paragrafo precedente si è già messo in evidenza come la politica di bilancio sia stata guidata dapprima dal tentativo di mantenere a tutti i costi elevato il livello dell'attività economica, nonostante gli shock da offerta subiti dal sistema, e come in seguito abbia invece agito cercando di redistribuire reddito dalle famiglie alle imprese, compensando l'effetto di tali shock. Per quanto concerne il punto (b), il conto corrente della bilancia dei pagamenti italiana era stato costantemente in avanzo dal 1964 al 1972. Tuttavia, mentre fino al 1969 tale avanzo era coerente con un reddito reale che aumentava a tassi superiori al 5% all'anno, la crescita rallentò notevolmente dalla seconda metà del 1969 fino al 1973: dopo il 1969 il conto corrente di piena occupazione non era probabilmente più in avanzo. Questa situazione comportava che l'equilibrio esterno di piena occupazione avrebbe dovuto essere basato su minori uscite di capitali, se non su delle entrate nette. Pertanto, nella fase in cui la politica fiscale restò, nonostante tutto, espansiva, la politica monetaria avrebbe dovuto assumere un'impostazione viepiù restrittiva.

In ogni caso, anche un grado costante di restrizione monetaria sarebbe incorso nel limite posto dal punto (c), cioè la relazione fra politica fiscale e monetaria. Questa relazione era, in quegli anni, di stretta dipendenza, sia per gli aspetti istituzionali che legavano la Banca d'Italia al Tesoro, sia a causa di un insufficiente sviluppo del mercato monetario italiano. Da ciò, come già si è visto, derivava la preoccupazione delle autorità monetarie di mantenere stabile il mercato a lungo termine, così da permettere al Tesoro di finanziarsi mediante titoli a lunga. Ne derivavano due aspetti. Da un lato, il finanziamento di una politica di bilancio espansiva avrebbe dovuto essere soddisfatto principalmente mediante creazione di base monetaria, piuttosto che mediante emissione di titoli a lunga, per paura di sconvolgerne il mercato. D'altro lato, una creazione eccessiva di moneta, in regime di cambio fisso, sarebbe stata ben presto assorbita da ulteriori uscite di capitali, causando quindi un disavanzo nella bilancia dei pagamenti. Ciò significa che, alla fine dei conti, il disavanzo pubblico sarebbe stato finanziato attingendo alle riserve ufficiali o inducendo entrate di capitali mediante prestiti "compensativi"; cioè spingendo il settore privato (in realtà le imprese pubbliche) a raccogliere prestiti sui mercati esteri, per lasciar spazio al Tesoro nel mercato dei titoli interno.²¹

Le soluzioni a questi vincoli avrebbero potuto essere, in teoria, almeno quattro. (i) Compiere passi più spediti verso l'integrazione finanziaria internazionale, accettandone pienamente le conseguenze. Ne sarebbe seguita la necessità di rendere i titoli pubblici italiani più appetibili sui mercati internazionali. In questo modo i disavanzi pubblici avrebbero potuto essere più facilmente finanziati attraverso afflussi di capitali a lungo termine, piuttosto che perdendo riserve, ricorrendo ai movimenti di capitale a breve termine, o ai prestiti compensativi. Ma ciò avrebbe sottomesso il

²¹ La politica dei prestiti compensativi iniziò nel 1969 e si sviluppò fino al 1974 (si veda in particolare, UIC (1995), pagg. 69, 283-286). Al di là del suo svolgimento, lo stesso concetto di flussi compensativi nella bilancia dei pagamenti,

finanziamento del Tesoro alle condizioni determinate dai mercati internazionali. (ii) Sviluppare un più efficiente mercato monetario interno, così da creare lo spazio di manovra per gestire la sezione a breve dello spettro dei tassi di interesse (in vista dell'equilibrio esterno) in direzione opposta a quella della sezione a lunga (in vista dei bisogni di finanziamento del Governo).²² (iii) Sterilizzare più efficacemente le variazioni di base monetaria corrispondenti al saldo della bilancia dei pagamenti. (iv) Allentare il vincolo posto dal regime di cambio fisso.

Per quanto riguarda la prima soluzione (i), essa non fu purtroppo presa durante gli anni sessanta. Anzi, negli anni successivi alla crisi valutaria del 1976 divenne quasi luogo comune accusare le autorità di aver permesso, in quegli anni, un'eccessiva apertura dell'Italia ai mercati finanziari internazionali. E, invero, notevoli passi erano stati fatti in tal senso ; tuttavia, per varie ragioni, l'integrazione si era sostanzialmente limitata ai capitali a breve termine, mentre poco era stato fatto per rendere il mercato obbligazionario e azionario italiano più attraente per gli investitori stranieri, in particolare quelli istituzionali.

Per quanto riguarda la seconda soluzione (ii), la difficoltà di perseguire una gestione del debito pubblico improntata al doppio obiettivo dell'equilibrio interno ed esterno, oltre che teorica, era comunque determinata dall'inesistenza pratica del mercato a breve. Ciò era stato rivelato dall'episodio del marzo-luglio 1969, quando, come già richiamato, la politica di stabilizzazione dei tassi di interesse a lungo termine dovette essere fortunatamente abbandonata, così impedendo per lungo tempo un'adequata emissione di titoli a lunga, senza per altro poter ricorrere al settore a breve per tali finanziamenti.

Inizialmente le autorità avevano tentato di recuperare il controllo sulla struttura per scadenze dei tassi di interesse con interventi dirigistici, imponendo l'obbligo alle aziende di credito di includere nelle loro riserve obbligatorie una certa proporzione di titoli a lunga (settembre 1970). Mentre si dovrà passare attraverso ripetute crisi prima di abbandonare tale impostazione dirigistica —che, come vedremo, verrà anzi perseguita ancora più severamente nel giugno 1973— le autorità cercarono anche di favorire lo sviluppo di un mercato monetario più flessibile, basato su titoli del Tesoro a breve termine. Questo mercato, tuttavia, inizierà a svilupparsi realmente solo dopo la fluttuazione della lira.

Una terza possibile soluzione al vincolo del cambio fisso (iii) fu cercata nella sterilizzazione della base monetaria creata (o distrutta) dal saldo attivo (o passivo) della bilancia dei pagamenti.

per altro a quell'epoca diffuso nelle analisi economiche internazionali, prenderà, nel caso italiano, la connotazione dirigistica propria del complesso di interventi adottati in questo periodo rispetto alle transazioni italiane con l'estero.

²² Oltre alla popolarità del modello Mundell-Fleming negli ambienti dei banchieri centrali in quegli anni, occorre qui ricordare anche quella del modello di gestione della struttura per scadenze del debito pubblico. Tale modello impostò in particolare la cosiddetta "operazione *twist*", tentata da Robert Roosa, **sotto-segretario** al Tesoro durante

Anche se non del tutto riuscite, queste operazioni ebbero maggior efficacia che non negli altri paesi europei, soprattutto grazie alla graduale reintroduzione, in Italia, di controlli e impedimenti vari alla mobilità dei capitali.

Per quanto riguarda la quarta soluzione (iv), essa elimina alla radice il vincolo stesso del cambio fisso; ma non elimina certo il vincolo intertemporale dell'equilibrio esterno.²³ E' un'illusione ritenere che il grado di libertà, perso in regime di cambio fisso, sia recuperato passando ad un regime di cambio flottante: in realtà i due regimi sono duali, nel senso che il vincolo esterno assume in essi forme diverse, ma resta sostanzialmente immutato. Comunque sia, le autorità monetarie italiane, su questo tema, furono più influenzate dagli eventi esterni che da quelli interni. Mentre fino al 1968 esse riponevano ancora la loro fiducia in un regime di cambi fissi, nel 1969 avevano già cominciato a considerare preferibili cambi più flessibili, e si spinsero ulteriormente in questa direzione nelle loro dichiarazioni durante gli anni seguenti. Nei fatti esse rilassarono l'impegno al cambio fisso progressivamente e in diversi modi.

Anzitutto, erano stati fatti alcuni tentativi di intervento sul cambio a termine, in modo da indurre movimenti di capitali non mediante modifiche dei tassi di interesse interni, bensì variando il premio o lo sconto del cambio a termine rispetto a quello a pronti. Tuttavia questo strumento incontra limiti, che presto apparvero anche nel caso italiano. Uno è costituito dal fatto che, quando la Banca Centrale sostiene la moneta nazionale a termine in modo da attirare fondi di arbitraggio, favorisce anche, ciò facendo, la speculazione contro la moneta nazionale, poiché rende profittevole per gli operatori vendere la moneta nazionale a termine; a meno che tale intervento non riesca a far cambiare le aspettative stesse degli speculatori. Una soluzione a questo dilemma potrebbe essere cercata nella recisione del legame fra arbitraggio e speculazione, e questa fu la strada seguita dalla Banca d'Italia, mediante operazioni pronti/termine (*swap*) preferenziali con le banche. In altre parole, un tasso di cambio a termine speciale, diverso da quello di mercato libero, venne applicato alle operazioni con le aziende di credito, in modo da indurle ad effettuare movimenti di capitali compensativi.²⁴ Allo stesso tempo, tuttavia, l'inadeguato sviluppo del mercato a termine per gli operatori non-bancari rendeva più difficile mantenerlo forzatamente separato dal mercato *swap* tra Banca e banche, in quanto la differenza di quotazioni costituiva incentivo ad arbitrare sui due mercati. Ciò che rileva, a nostro parere, è comunque il fatto che, anche in questo campo, il tentativo di separare artificiosamente i mercati concorreva, con il sistema dei massimali "pronti contro

l'Amministrazione Kennedy. Sui limiti teorici e pratici di tale politica cominciava allora a svilupparsi la critica basata sui modelli ad aspettative razionali. Si veda, in proposito, Modigliani e Schiller (1973).

²³ Cioè la necessità che la somma delle attività nette del paese nei confronti dell'estero, più il valore attualizzato del flusso dei futuri saldi di bilancia di pagamenti, sia nulla.

²⁴ L'incerta posizione delle autorità fra la necessità di incoraggiare afflussi di capitali di arbitraggio sostenendo la lira a termine, e non indurre allo stesso tempo una maggior speculazione, fu evidente nel loro abbandono della lira a termine nell'estate del 1970, con l'intenzione di "punire" gli speculatori.

termine”, a delineare un quadro sempre più complesso di controlli diretti sulla struttura delle attività e delle passività delle banche, sia in lire che in valuta.

Una seconda forma di elusione del regime di cambio fisso fu attuata introducendo maggior flessibilità nel cambio della lira in banconote. Ciò fu fatto in modo graduale; prima centralizzandone la raccolta dalle banche estere presso la Banca d'Italia (febbraio 1970),²⁵ successivamente accettando la convertibilità solo per le banconote di taglio inferiore alle 50.000 lire e infine non accettando più (dal giugno 1972) alcun tipo di banconota in accredito dall'estero. Così si sviluppò un mercato libero della lira-biglietto, che andò a raggiungere il mercato aperto dei cambi a termine quale indicatore di aspettative non in linea con le quotazioni ufficiali. L'insufficiente ampiezza di tali mercati, tuttavia, li rendeva particolarmente sensibili a pressioni speculative. Lo sconto della lira-biglietto rispetto al cambio ufficiale raggiunse il suo massimo, pari al 8,6%, nella media del 1974; nel mese di marzo si raggiunse uno scarto di quasi 18 punti percentuali fra cambio “parallelo” e cambio ufficiale.²⁶

Più interessante, almeno dal punto di vista teorico, era il terzo modo con cui si tentò di eludere il vincolo del cambio fisso. Un doppio mercato dei cambi fu creato il 22 gennaio 1973, seguendo in ciò l'esperienza di altri paesi europei.²⁷

Riteniamo utile ripercorrere brevemente il significato economico del doppio mercato dei cambi; più per la luce che ciò getta sulle oscillazioni della politica economica italiana, fra dirigismo, controlli e “fiducia” nel mercato, che per l'effettiva importanza pratica dell'episodio. Come già richiamato, in un regime di cambio fisso la politica monetaria perde di efficacia, se i movimenti di capitali sono perfettamente sensibili ai differenziali di tassi di interesse. Lasciando, invece, che i flussi di capitali trovino il loro equilibrio nel mercato dei cambi libero (quello della “lira finanziaria”), la distruzione o creazione automatica di base monetaria a fronte di uscite o entrate di capitali è evitata e quindi l'indipendenza della politica monetaria recuperata.

Alternativamente in regime di cambio fluttuante e con perfetta mobilità dei capitali, è la politica fiscale che perde di efficacia. Ad esempio, il tentativo di stimolare la domanda interna mediante una politica fiscale espansiva tende a spingere verso l'alto i tassi di interesse e quindi ad attrarre capitali: la moneta si apprezza e riduce il livello della domanda estera, controbilanciando così l'effetto espansivo della politica fiscale. Nuovamente, lasciando che i movimenti di capitale

²⁵ Il mercato delle banconote italiane sulle piazze estere, in particolare in Svizzera, stava diventando molto importante a seguito delle uscite illegali di capitali, spesso celate sotto forma di eccessive “spese” per turismo all'estero o nell'esportazione clandestina di pacchi di banconote. Questa misura, allungando il ritardo fra la rispeditura in Italia delle banconote e la loro iscrizione nell'attivo dei conti intrattenuti dalle banche estere presso la Banca d'Italia, implicava per esse una corrispondente perdita di interessi.

²⁶ **Cfr. Relaz 73, p.218, Relaz 74 p.210, Relaz 78, p. 139.**

²⁷ Noto, in particolare, la lunga esperienza del Belgio-Lussemburgo in questo campo, e quella assai più breve della Francia (18 Agosto 1971-20 marzo 1974). Anche Inghilterra e Olanda avevano fatto ricorso a tale sistema.

trovino il loro equilibrio nel libero mercato dei cambi e tenendo nel contempo fisso il cambio per le operazioni di conto corrente, si recupererebbe l'efficacia della politica fiscale. Così sia la politica fiscale che quella monetaria riacquisterebbero la loro piena efficacia nei confronti dell'equilibrio interno, in un regime di doppio mercato dei cambi.

Quali le limitazioni pratiche di questa soluzione e come esse si manifestarono nell'esperienza italiana ? Come già visto nel caso delle operazioni *twist* e in quello delle operazioni a termine, la limitazione essenziale consiste nell'osmosi fra le sezioni artificialmente create nei mercati (a breve e a lunga nelle operazioni *twist* ; fra operazioni di arbitraggio e di speculazione negli interventi a pronti contro termine).

Anche nel caso in questione, tale limitazione è posta dal grado accettabile di divergenza fra tasso di cambio ufficiale (commerciale) e tasso di cambio libero (finanziario), oltre il quale il guadagno potenziale derivante dall'arbitraggio, più o meno lecito, fra i due mercati tende a riunificarli. Inoltre, anche se si riuscisse a tenere separati i due mercati, un tipo di movimenti di capitali assai importante deve, per sua stessa natura, essere accomodato sul mercato commerciale ; si tratta dei crediti commerciali, cioè dei finanziamenti delle esportazioni ed importazioni. Quindi il doppio mercato dei cambi conduce necessariamente a vincolare gli anticipi e i ritardi dei pagamenti e delle riscossioni connessi al commercio internazionale, interferendo così ulteriormente con il mercato libero. Le conseguenze di ciò sono ben note : quando una moneta è a rischio di svalutazione si tenta di accelerare le importazioni e di ritardare le esportazioni, di sovra-fatturare le prime e di sotto-fatturare le seconde, di indulgere ad eccessivo "turismo", di ridurre le rimesse di lavoratori dall'estero (a meno che gli ultimi due canali non siano anch'essi accomodati attraverso il mercato finanziario). Tutto ciò accadde in Italia ; tuttavia l'esperienza di un vero doppio mercato dei cambi fu breve (meno di un mese), poiché anche la lira "commerciale" fu lasciata fluttuare il 13 febbraio 1973. Anche se il doppio mercato dei cambi sopravvisse alla caduta finale del regime internazionale dei cambi fissi, la sua "raison d'être" e quindi la sua efficacia erano ormai esaurite.²⁸

L'episodio, tuttavia, resta significativo perché mostra come la riluttanza ad accettare la logica del mercato libero, e talora a demonizzarla,²⁹ conduceva a sempre nuovi interventi mano a mano che i precedenti perdevano efficacia, soffocando in tal modo il mercato, invece di regolarlo in modo efficiente.

4.3. Shocks di origine esterna: 1973-76

²⁸ Il doppio mercato dei cambi fu ufficialmente abolito il 22 marzo 1974.

²⁹ Basterebbe ricordare le ricorrenti polemiche contro gli "speculatori", che caratterizzano le posizioni politiche di quegli anni, espresse talora anche da autorevoli esponenti religiosi, per indicare una "cultura" economica dura a sparire.

4.3.1. Crisi valutarie internazionali e fluttuazione della lira

Tra febbraio e marzo 1973, con la generale fluttuazione delle monete rispetto al dollaro, la politica di cambio italiana raggiunge il suo primo punto di svolta. Viene naturale porsi la domanda se non sarebbe stato meglio anticipare il momento della fluttuazione della lira e, se sì, a quando, e perché ciò non fu fatto.

Si deve anzitutto notare che il conto corrente della bilancia dei pagamenti si era andato deteriorando nel terzo trimestre del 1972, ma aveva ripreso forza nel quarto trimestre. Tuttavia, come abbiamo già notato, il conto corrente di piena occupazione aveva cominciato a deteriorarsi fin dal 1969, ed era probabilmente in disavanzo da ormai alcuni anni. Inoltre i movimenti di capitali, al netto dei flussi compensativi, erano negativi da qualche tempo, peggiorando sostanzialmente a partire dal 1968-69.

Il deteriorarsi della bilancia dei pagamenti trovava alimento nell'evoluzione negativa del potere d'acquisto interno della lira rispetto a quello estero. In termini di costi unitari del lavoro, che è la misura più rilevante per l'analisi della bilancia commerciale, la competitività italiana aveva cominciato a peggiorare nel 1969, ma aveva accelerato tale tendenza nel 1970-71, mentre non aveva perso ulteriore terreno nel 1972. Nonostante ciò la lira era stata tenuta praticamente stabile, in termini effettivi nominali, fino alla fine del 1971, quando fu svalutata solo di circa il 2% ; alla fine del 1972, inoltre, la svalutazione effettiva era stata ridotta all'1%.

I costi unitari del lavoro, aumentando rispetto al resto del mondo, non solo comprimevano i profitti e riducevano la competitività dei settori esposti alla concorrenza internazionale, ma generavano anche un crescente potenziale per il futuro deprezzamento della lira. In attesa che questo si realizzasse gli operatori erano stimolati a preservare il valore reale dei loro portafogli allargandoli ad attività estere. Le uscite di capitali aumentarono, sia apertamente che attraverso canali illegali.

Condividiamo quindi l'opinione, espressa all'epoca da alcuni economisti, che la lira avrebbe dovuto essere svalutata (o lasciata fluttuare) prima, e che si erano perse tre ottime occasioni per farlo. Una prima si presentò nel maggio 1971, quando il marco tedesco fu lasciato fluttuare, insieme al fiorino olandese. Una seconda occasione fu l'accordo di Washington (dicembre 1971), quando le autorità italiane avrebbero forse potuto ottenere una svalutazione effettiva più consistente.³⁰ La terza occasione si presentò nel giugno 1972, quando le autorità italiane avrebbero potuto approfittare della fluttuazione della sterlina per rivedere almeno la parità della lira all'interno del

³⁰ A Washington, presso lo Smithsonian Institute, si tenne, nei giorni 17-18 dicembre 1971, una riunione del Gruppo dei 10, in cui si decise la svalutazione del dollaro rispetto alla sua vecchia parità aurea, nonché la rivalutazione di alcune altre monete nei suoi confronti.

“serpente europeo”, se non abbandonarlo fin da allora.³¹ Mentre la prima occasione si era presentata forse troppo presto per poter essere colta prontamente, e mentre si può ammettere che ragioni di diplomazia internazionale rendevano difficile ottenere di più nel dicembre 1971, sembra meno giustificabile essersi lasciati sfuggire anche la terza occasione, nel giugno 1972, lasciando così passare altri otto mesi e una notevole quantità di preziose riserve.³²

Le ragioni di ciò vanno probabilmente ricercate a livello politico, nella costituzione di un nuovo Governo (giugno 1972) dopo le elezioni generali e nella tesi che l'Italia non poteva restare fuori dal nucleo centrale dei paesi della CEE —tesi che indurrà nel seguito altri passi arrischiati o mal preparati. Concorreva inoltre, alla valutazione che la lira potesse rimanere all'interno del “serpente europeo”, l'evolversi favorevole delle negoziazioni che l'Italia iniziò con i paesi *partner* per essere autorizzata a sostenere il cambio senza usare le riserve in oro. La concessione alfine di questa esenzione e il miglioramento della lira sul mercato dei cambi, pur se stagionale, sembravano aver facilitato le cose e quindi ridotto l'attrattiva del cambio fluttuante. Il miglioramento della situazione —o, meglio, la più ottimistica valutazione di essa— era anche dovuto ad una serie di misure prese sul fronte monetario interno durante l'estate del 1972, miranti a frenare le uscite di capitali e nello stesso tempo permettere la prosecuzione della politica di finanziamento della ripresa economica, attraverso la stabilizzazione dei tassi d'interesse a lungo rispetto a quelli a breve termine.

4.3.2. Mutamenti nei vincoli e revisione degli obiettivi

³¹ Il “serpente europeo” prende il nome dalla rappresentazione grafica dell'evoluzione dei cambi rispetto al dollaro. Esso risultava, cioè, dall'accordo di mantenere i cambi fra le monete partecipanti entro una fascia del 2,25% da entrambi i lati delle loro parità indirette (implicite nelle rispettive parità rispetto al dollaro), cioè entro una fascia di larghezza 4,5% (ridotta a 3% fra fiorino olandese e franco belga). In assenza dell'accordo ciascuna moneta avrebbe potuto fluttuare, rispetto al dollaro, entro una fascia dello stessa larghezza; tuttavia, le monete partecipanti all'accordo non avrebbero potuto usare simultaneamente tutta l'ampiezza di tale fascia, altrimenti si sarebbero allontanate fra di loro del 9% : esse potevano fluttuare congiuntamente, rispetto al dollaro, entro un “serpente” di larghezza 2,25%, che si snodava entro un “tunnel” di larghezza 4,5%. Dopo la fluttuazione del dollaro (marzo 1973), il “tunnel” sparirà e resterà solo il “serpente”. Per l'evoluzione cronologica del “serpente” europeo si veda l'Appendice 1. Sull'occasione mancata nel giugno 1972, vedi Andreatta, “La politica economica e la lira fluttuante”, in Andreatta (1973). Questa riluttanza ad abbandonare un regime di cambio fisso quando esso diventa insostenibile, non è certo una caratteristica solo italiana; in taluni episodi tuttavia, come da ultimo quello del settembre 1992, ciò che colpisce è la riluttanza ad approfittare di situazioni opportune, in cui il costo politico di tale abbandono sarebbe stato minore (ad esempio, rispetto all'ultimo episodio, quella presentatasi a cavallo fra 1991 e 1992, cioè tra la preparazione del Trattato di Maastricht e l'inizio del Governo Amato).

³² Gli interventi sul mercato dei cambi da parte delle autorità monetarie italiane fra il 1 giugno 1972 e il 13 febbraio 1973 ammontarono a 3000 miliardi di lire (3,8% del Pil medio del 1972). In assenza di movimenti compensatori di capitali indotti durante questo periodo, l'intera riserva di valute convertibili delle autorità sarebbe stata spesa (si veda Banca d'Italia, Relaz 1972, pag. 403).

L'aumento improvviso dei prezzi delle materie prime nel 1972-73, l'esplosione della crisi del petrolio alla fine del 1973 e il generalizzarsi di un'inflazione mondiale senza precedenti nel 1974, determinano una situazione estremamente difficile per l'economia italiana, che, mentre sta ancora lottando con problemi di origine interna, viene scossa da squilibri di origine esterna.

Come già visto, dal punto di vista delle condizioni interne, questo periodo inizia con il manifestarsi degli stimoli fiscali iniettati durante l'anno 1972, sia dal lato dei costi e prezzi che da quello della domanda aggregata. La ripresa procederà fino all'estate del 1974, quando l'aggiustamento al nuovo prezzo del petrolio comincia nuovamente a ridurre la domanda interna. E' notevole, a questo proposito, il ritardo con cui la recessione inizia, in Italia, rispetto agli altri paesi industrializzati. Ciò ridurrà l'arco della sua durata : già nel quarto trimestre del 1975 la generale ripresa di tali paesi ricondurrà la nostra economia verso un'espansione molto forte.

Il mutamento rapido del ciclo si assocerà, però, ad una delle caratteristiche salienti della politica economica di questo periodo, nella quale si alterneranno troppo bruscamente misure di segno opposto, attraverso la sperimentazione talora azzardata, spesso affannosa, di nuovi strumenti di politica economica. Essi verranno ogni volta giustificati dalle autorità riferendosi ai mutamenti intervenuti nei vincoli esterni e al persistente vincolo di bilancio pubblico, ma rifletteranno comunque un'eccessiva fiducia nella loro capacità di controllare con precisione le variabili macroeconomiche, in particolare i flussi finanziari.³³

Intanto, fra il 1972 e il 1973, si svolge un nuovo round di negoziazioni salariali. La nuova politica sindacale permise ai lavoratori di passare attraverso la recessione senza conseguenze significative per il livello di occupazione, mentre il controllo sindacale sull'offerta di lavoro permetteva di mantenerne il potere di negoziazione. Considerando che la fluttuazione della lira e gli aumenti dei prezzi resi possibili dalla transizione al regime IVA stavano alimentando aspettative di inflazione e che il settore industriale stava fronteggiando una rapida espansione della domanda sia interna che estera, possiamo comprendere come l'atmosfera fosse favorevole a nuovi e generalizzati aumenti salariali. Con il progredire del tempo, la percezione del processo inflazionistico divenne sempre più chiara ai lavoratori, cosicché emergeva per i sindacati un nuovo obiettivo, cioè la difesa del salario reale.

L'indicizzazione allora esistente era antiquata e garantiva dall'inflazione solo il 60% del salario. Dopo una negoziazione generale che durò circa un anno, si raggiunse un accordo su nuove

³³ E' internazionalmente diffusa tra i *policy makers* di quegli anni la fiducia nella capacità del *fine tuning* della politica economica ; capacità che la critica monetarista dapprima e quella delle aspettative razionali successivamente, ma ancor più il fallimento delle esperienze concrete, riusciranno a mettere in dubbio nella seconda metà degli anni settanta. Nel caso italiano, come avremo modo di richiamare nel seguito, la fiducia nel *fine tuning* fu particolarmente favorita dallo sviluppo di pregevoli e dettagliati modelli econometrici, che le autorità, i loro consiglieri, e diversi centri di ricerca scientifica utilizzavano forse con eccessivo entusiasmo.

clausole di indicizzazione che permettevano, dopo un periodo transitorio (1975-77) una copertura quasi completa dei salari più bassi. Come vedremo, questa nuova clausola di scala mobile marcò un punto cruciale nella storia della politica economica italiana e aggiunse un nuovo vincolo interno alla politica di stabilizzazione.

Dal punto di vista internazionale restava sempre la necessità di mantenere in equilibrio intertemporale la bilancia in conto corrente. Tale vincolo, se pur assume normalmente una stringenza di lungo periodo, richiede tuttavia una certa misura di flessibilità dei prezzi, affinché la flessibilità del cambio ne costituisca lo strumento principale di attuazione ; inoltre, in situazione di crisi finanziaria come quella che verrà generata dall'aumento del prezzo del petrolio, l'orizzonte sul quale il mercato è disposto ad imporre tale vincolo può ridursi drasticamente.

Come vedremo, il vincolo intertemporale verrà in quegli anni effettivamente ristretto dall'aumento del prezzo del petrolio. Eppure, proprio mentre la natura dello squilibrio esterno cambiava con la crisi petrolifera, la capacità di risposta dell'economia italiana agli stimoli offerti dai nuovi prezzi relativi veniva rallentata dalla minore illusione monetaria implicita nell'indicizzazione dei salari ; il cambio, da strumento flessibile di aggiustamento, si trasformava così in potente iniettore di inflazione.

Per sopperire alla sua scarsa efficacia, la flessibilità del cambio viene allora affiancata da nuovi strumenti. Ancor prima della crisi del petrolio si sperimenta il controllo dei prezzi (estate 1973), che, mentre avrebbe dovuto inserirsi in una più ampia politica dei redditi, ne rimase la sola parte attuata, o meglio, tentata. Dopo la crisi del petrolio, l'obbligo di costituire un deposito infruttifero a fronte delle importazioni diventerà uno strumento ricorrente, sia al fine di comprimere la spesa, sia per orientarla verso prodotti interni. Infine, particolarmente sotto l'influenza degli organismi internazionali, che furono chiamati a finanziare parte del disavanzo italiano, si adotterà (nel 1974) un nuovo obiettivo intermedio di politica monetaria nella forma del controllo del credito totale interno.³⁴

A fronte di una politica fiscale pro-ciclica, alla fine il compito di controllare la domanda aggregata ricadde sulla politica monetaria, mentre si auspicava che il deprezzamento della lira avrebbe aiutato la ricostituzione dei margini di profitto. Comunque, a supporto della nuova politica del cambio, il ruolo principale, come si è già accennato, fu lasciato al controllo dei prezzi. L'indice dei prezzi al consumo a metà del 1973 stava aumentando ad un tasso annuale del 15% e il livello dei prezzi aveva già assorbito il pur ampio deprezzamento raggiunto dalla lira in giugno. Il sistema di controllo venne quindi inaugurato in luglio e rimase pienamente operante fino alla fine dell'anno.

³⁴ Per una dettagliata e forte critica all'uso di tale obiettivo intermedio, si vedano Spinelli e Fratianni (1991), pagg. 537-548.

Il controllo dei prezzi era un tentativo di introdurre una politica dei redditi volontaria. Lo scopo era di frenare ulteriori aumenti del costo del lavoro a livello delle fabbriche, oltre a quelli impliciti nelle negoziazioni centralizzate tenutesi all'inizio dell'anno. Da un lato, si supposeva che il controllo dei prezzi avrebbe indotto le imprese a resistere alle richieste di aumenti salariali; dall'altro una minor dinamica dei prezzi al consumo avrebbe dovuto ridurre le richieste salariali stesse.

In realtà il controllo dei prezzi ebbe un successo solo temporaneo. A parte le difficoltà amministrative, i sindacati giocarono la loro parte nel frenare le richieste salariali; ma l'esplosione della crisi del petrolio ebbe la meglio su tutti gli sforzi in tale direzione.

Quanto alla politica monetaria, essa rimase schiacciata fra i due obiettivi contraddittori di finanziare la ripresa economica e di evitare che il crescente disavanzo pubblico, creando eccessiva liquidità, alimentasse pressioni sul cambio e accentuasse quindi l'inflazione proveniente dall'estero.

Il secondo obiettivo divenne prioritario quando la lira scivolò improvvisamente sui mercati dei cambi il 14 giugno 1973, nel bel mezzo di una crisi politica, rendendo ancora più difficile per la Banca mantenere relativamente bassi i tassi di interesse a lunga. La Banca fu quindi costretta a prendere due misure: (a) alzare i tassi a breve, (b) costringere le aziende di credito ad acquistare titoli a lunga fino al 6% dei loro depositi.³⁵ Inoltre essa convinse il nuovo Governo a prendere una serie di misure (fine luglio 1973), tra le quali, oltre al controllo dei prezzi, compariva un deposito obbligatorio, mirante a scoraggiare gli investimenti esteri di portafoglio da parte di residenti nazionali, nonché misure selettive per incanalare l'ammontare limitato di credito verso le piccole e medie imprese. Ci si incamminava così ulteriormente sulla strada dei controlli quantitativi e dei divieti; strada che condurrà, nel corso degli anni oggetto del nostro studio, a gravi distorsioni nelle scelte allocative e quindi nell'efficienza del sistema finanziario italiano.

Con maggior rispetto dei mercati le autorità presero invece, nel settembre 1973, ulteriori misure per rafforzare la politica di gestione del debito pubblico, aumentando il tasso di sconto e vendendo nuovi titoli del Tesoro (a sei mesi), a tassi competitivi con quelli prevalenti sui mercati monetari.

Questi interventi ottennero un certo successo, sia sul lato esterno —facendo riguadagnare alla lira il terreno perduto in giugno— sia dal lato interno, impedendo che la forte ripresa economica del 1973 risultasse strangolata, particolarmente nella sua componente di investimento.

Tuttavia il problema che stava crescendo e che solo temporaneamente veniva affrontato attraverso l'allargamento del mercato monetario e la più efficiente gestione delle scadenze, era la continua crescita del disavanzo pubblico e del debito. Questo problema, come abbiamo già visto,

influenzerà grandemente i modi in cui l'economia italiana reagirà alle crisi degli anni settanta e, naturalmente, esploderà nel corso degli anni ottanta, arrivando fino a noi.

4.3.3. La risposta alla crisi del petrolio : 1974-76

Come si è visto lo squilibrio esterno dell'Italia era, fino al 1973, caratterizzato soprattutto da una diminuita competitività, conseguente all'eccessiva crescita dei costi unitari del lavoro rispetto ai concorrenti stranieri. Con la crisi del petrolio la natura del problema cambiò drasticamente. Lo squilibrio del conto corrente divenne, almeno inizialmente, uno squilibrio dovuto ad eccesso di spesa.

Il suo riassorbimento, se non poteva essere attuato espandendo la produzione —il che avrebbe richiesto risorse disoccupate e una struttura economica flessibile— sarebbe dovuto passare attraverso la riduzione della spesa. Anche questa soluzione, tuttavia, richiedeva sufficiente flessibilità dei prezzi relativi e mobilità delle risorse, in modo da permettere il mantenimento dell'occupazione, mentre si fosse effettuato il trasferimento di reddito all'estero implicito nell'aumento del prezzo del petrolio.

In queste condizioni il cambio flessibile poteva giocare un ruolo solo sussidiario, aiutando la flessibilità dei prezzi relativi e quindi la riallocazione della domanda e della produzione in risposta alla nuova ragione di scambio. Nella misura in cui il prodotto non poteva essere aumentato e in cui la spesa interna doveva essere contratta, erano necessarie politiche mirate direttamente alla sua riduzione.

Pertanto, mentre la fluttuazione della lira aveva messo l'Italia in condizione di adattarsi alla nuova ragione di scambio, l'aumento del prezzo del petrolio comportava un deterioramento della bilancia in conto corrente, che non poteva essere riassorbito semplicemente ricorrendo alla svalutazione. Su queste ed altre questioni si sviluppava il dibattito che divise i responsabili di politica economica durante l'inverno e la primavera del 1974. Semplificando, possiamo dire che i termini del dibattito consistevano nella diversa priorità che si dava ai due aspetti dello squilibrio conseguente all'aumento del prezzo del petrolio, cioè l'aspetto "trasferimento" e l'aspetto "ragione di scambio".

In concreto, nel caso italiano il dibattito di politica economica si polarizzò su due questioni : (a) se solo il disavanzo addizionale dovuto all'aumento del prezzo del petrolio, oppure tutto il disavanzo di conto corrente dovesse essere eliminato, con che rapidità, e come ; (b) se la riduzione di reddito disponibile provocata dalla "tassa da petrolio" dovesse essere controbilanciata da

³⁵ Quali risultavano alla fine del dicembre 1972. Per una cronologia dei vari vincoli imposti alle banche nel periodo in esame si vedano Bruni, Penati, Porta (1989), e Spinelli e Fratianni (1991).

maggior spesa pubblica, in modo da evitare la disoccupazione conseguente alla riduzione di domanda causata da tale tassa.

In breve, coloro che ritenevano che fosse necessario eliminare l'intero disavanzo di conto corrente e non opportuno espandere la spesa pubblica per controbilanciare l'effetto deflativo dell'aumento del prezzo del petrolio, davano priorità all'aspetto "trasferimento". Secondo loro la possibilità di ritardare, indebitandosi, il trasferimento reale di risorse verso i paesi petroliferi, era limitata, per un paese come l'Italia, dal suo basso grado di affidabilità creditizia. Inoltre essi ritenevano che la domanda interna fosse già troppo alta relativamente alla capacità produttiva del paese; questa difficilmente avrebbe potuto essere ampliata entro il breve orizzonte temporale imposto dalla scarsa capacità di indebitamento. Pertanto, la politica economica doveva essere orientata, secondo questa visione, alla compressione dell'assorbimento interno, al fine di eliminare rapidamente il disavanzo di conto corrente.

Coloro che erano di opinione contraria, privilegiavano l'aspetto "ragione di scambio" e la necessità di reagire ad esso con una modifica della struttura produttiva. Meno preoccupati delle difficoltà di finanziamento a breve termine, essi ritenevano che l'economia fosse in grado di espandere la produzione anche in un periodo relativamente breve.

La prima visione era soprattutto quella delle autorità monetarie, mentre la seconda era quella del Ministero del Bilancio.

Gli "espansionisti", impressionati dalla ripresa degli investimenti nel corso del 1973, ritenevano possibile e opportuno favorirne il proseguimento. Secondo loro gli effetti negativi che la politica espansionista avrebbe avuto sul conto corrente della bilancia dei pagamenti, potevano essere ridotti restringendo il consumo di petrolio, inducendo la sostituzione di importazioni nel settore agricolo, riducendo il consumo di prodotti ad alto contenuto di importazioni e riqualificando nello stesso senso l'investimento privato e pubblico. Questi cambiamenti strutturali, oltre ad aiutare nel breve periodo la bilancia dei pagamenti, avrebbero anche costituito una base più solida su cui riallocare le risorse a fronte della nuova ragione di scambio. Nel frattempo il residuo disavanzo di conto corrente avrebbe dovuto essere finanziato mediante prestiti esteri.

I "restrizionisti" erano preoccupati dalla effettiva realtà dei vincoli esterni e interni. Dal lato esterno, la loro valutazione della capacità italiana di finanziare il disavanzo era decisamente meno ottimistica. Dal lato interno, ritenevano che la capacità produttiva non potesse essere espansa in un periodo sufficientemente breve e che la domanda interna difficilmente potesse essere indirizzata verso prodotti meno intensivi in importazioni. Inoltre, essi erano più impressionati dal crescente disavanzo pubblico e dalle sue implicazioni finanziarie, che non dalle possibilità di riconvertire la spesa pubblica in direzioni più produttive. Almeno rispetto a quest'ultimo elemento, essi avevano

valide ragioni di preoccupazione ; infatti, come abbiamo già visto, lungi dal richiedere aumenti addizionali per compensare l'effetto deflativo della tassa da petrolio, la spesa pubblica stava già crescendo velocemente e non proprio in direzioni produttive.

Il dibattito fra queste due opposte posizioni raggiunse l'apice in occasione della lettera di intenti al FMI e la connessa crisi politica del marzo 1974. Per la fine della primavera i "restrizionisti" avevano praticamente vinto la battaglia, come indicato dalla forte posizione presa dal Governatore della Banca d'Italia nella Relazione a fine maggio.³⁶

Ricordando oggi tale dibattito, al di là dell'occasione grave ma pur contingente della crisi del petrolio, esso appare come una delle ricorrenti manifestazioni del più generale contrasto fra gradualismo e terapia d'urto, che riemergerà a più riprese nella storia economica di questi anni, in Italia e all'estero. Ciò che caratterizza l'esperienza italiana in proposito è che la soluzione restrizionista, pur vincendo, fu attuata solo in misura congiunturale ; una soluzione strutturale venne di fatto rinviata, favorendo l'emergere ex-post di una soluzione gradualista.

Comunque sia la soluzione della nuova crisi politica e la lettera al FMI contennero le pressioni sulla lira, che avevano preso forza nel corso dell'inverno. Tutti gli strumenti di politica economica vengono allora orientati verso un sostanziale taglio della domanda, così da ricostituire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Alcuni nuovi strumenti sono inoltre introdotti.

L'espansione del credito totale interno è, come già ricordato, il nuovo obiettivo intermedio che le autorità monetarie perseguono. Questo implica che esse dovrebbero controllare la crescita del credito al settore privato, del fabbisogno di finanziamento del Tesoro, e della sua proporzione da coprire con base monetaria.

Per quanto riguarda il credito al settore privato, vincoli più stringenti sono imposti all'espansione dei crediti accordati dalle banche, il sostegno del tasso di interesse a lunga viene abbandonato e i tassi cominciano a salire.

Per quanto riguarda il fabbisogno finanziario del Tesoro, esso stava superando l'ammontare programmato e costringeva la Banca d'Italia a finanziarlo con ampia creazione di base monetaria.

Fig.4.1. base monetaria canali.

Fig. 4.2. base mon tesoro

Al fine di fronteggiare questa situazione furono presi altri due provvedimenti. Fu introdotto (nel maggio 1974) un deposito obbligatorio a fronte delle importazioni, più con lo scopo di rafforzare il processo di distruzione di base monetaria attraverso il disavanzo estero, che con quello di ridurre la propensione ad importare. In secondo luogo la Banca d'Italia esercitò una forte

³⁶ Nel seguito indicheremo le Relazioni della Banca d'Italia con la data dell'anno cui si riferiscono, ricordando che esse vengono pubblicate alla fine di maggio dell'anno seguente. Quando il richiamo sarà in nota (o fra parentesi) abbrevieremo con Relaz XY, dove XY sta per le due ultime cifre dell'anno di riferimento.

pressione sul Governo per indurlo ad orientare la politica fiscale in direzione fortemente restrittiva, assai più di quanto non fosse richiesto dalle condizioni del prestito del FMI.

Nel frattempo, la situazione della lira si stava deteriorando, nonostante i forti interventi ufficiali sul mercato dei cambi durante l'inverno e la primavera del 1974. In aprile il cambio effettivo aveva perduto tutto il terreno guadagnato dopo la crisi di giugno del 1973. Tuttavia l'introduzione del deposito sulle importazioni, imponendo di fatto una tassa su di esse, ma anche aumentandone il costo di finanziamento e riducendo l'incentivo a sovra-fatturarle, aiutò la lira a raggiungere la propizia stagione estiva senza eccessive nuove perdite.

Paradossalmente, nonostante ci si trovasse in regime di cambio flessibile, la restrizione della politica monetaria, per la prima volta dopo la crisi del 1963-64, fu durante questi mesi aiutata dal perseguimento della regola classica di un regime di cambio fisso. Infatti, cercando di limitare la crescita dovuta al finanziamento monetario del Tesoro, la Banca, lungi dal compensare la distruzione di base monetaria proveniente dal disavanzo di bilancia dei pagamenti, rafforzò tale distruzione, dapprima non permettendo il finanziamento del deposito sulle importazioni da parte degli esportatori stranieri, e poi (luglio 1974) limitando la possibilità delle aziende di credito di prendere a prestito dall'estero.³⁷

Infine, nell'estate del 1974, un pacchetto di nuove restrizioni fiscali fu aggiunto alla restrizione monetaria, con un impatto stimabile in circa 1200 miliardi di lire nella seconda metà dell'anno (pari all'1% del Pil del 1974).

L'insieme di queste misure ebbe un forte effetto positivo sulla bilancia dei pagamenti. Infatti, anche se il declino dell'attività mondiale aveva influenzato negativamente le esportazioni italiane durante il primo semestre del 1974, tuttavia la caduta della domanda interna più che compensò tale effetto dal lato delle importazioni. Il conto corrente stava rapidamente migliorando, il disavanzo non petrolifero era stato assorbito già nella seconda metà dell'anno, mentre le condizioni richieste dal FMI prevedevano che un equilibrio commerciale non petrolifero fosse raggiunto solo per la fine del 1975.

Anche sul fronte dell'inflazione le cose sembravano migliorare: il tasso di crescita dei prezzi all'ingrosso stava declinando, pur se i prezzi al consumo erano ancora sotto pressione, a seguito di ritardi di aggiustamento e aumenti delle imposte indirette.

Si commise, in questa congiuntura, un errore di valutazione prospettica; in tale errore, ancor più sorprendentemente, si cadrà di nuovo nel corso dell'anno successivo. Infatti le autorità monetarie, già nella Relazione di fine maggio 1975, ritenevano che il miglioramento della bilancia

³⁷ Come si nota **dalla Fig. .. la** distruzione di base monetaria proveniente dalla bilancia dei pagamenti e dalle altre fonti non riesce tuttavia a bilanciare l'espansione proveniente dal Tesoro.

dei pagamenti, acquisito alla fine del 1974 a seguito di tale complesso di restrizioni monetarie e fiscali, fosse “non transitorio”.³⁸ Quasi che il problema di riallocare le risorse in base alla nuova ragione di scambio potesse essere stato risolto solo con l’abituale medicina della deflazione della domanda. In base a tale ottimistica valutazione, otto mesi dopo l’inizio della restrizione, non solo i ministri economici cominciavano a progettare misure espansive dal lato fiscale, ma anche il segno della politica monetaria fu cambiato.

Il razionamento del credito viene eliminato nel marzo 1975, nel maggio si riduce il tasso di sconto, mentre nel frattempo lo scadere del deposito sulle importazioni inietta liquidità nel sistema. Nell’agosto 1975 sono resi disponibili più ampi finanziamenti alle costruzioni, si forniscono alle aziende di credito i mezzi per finanziare a tassi agevolati fino al 50% dei crediti commerciali all’esportazione; in settembre il tasso di sconto è abbassato al 6%. Intanto i costi unitari del lavoro stavano aumentando di circa il 30%, senza alcuna relazione con la dinamica della domanda aggregata. Il differenziale di aumento rispetto ai costi dei concorrenti esteri sale a circa 15%, un fatto che, letto alla luce dei provvedimenti suddetti, non poteva non attirare l’attenzione degli operatori sui mercati dei cambi, indipendentemente dal miglioramento in corso nella bilancia in conto corrente

Vero è che il cambiamento di rotta della politica economica, ma forse ancor più la ripresa mondiale, cominciano a spingere l’economia fuori da una recessione, che era durata cinque trimestri. Vero anche che nell’estate del 1975 il disavanzo corrente dei pagamenti italiani risultava quasi annullato. Gli elementi più dinamici nella ripresa dell’economia italiana erano la domanda dei consumatori, l’accumulazione di scorte e la domanda estera. Dall’autunno del 1975 la ripresa diventò molto forte : la produzione industriale stava crescendo al tasso annuale del 15% e il Pil a più dell’8%. Questa forte ripresa influenzò ben presto la bilancia dei pagamenti, che cominciò nuovamente a peggiorare nel settembre 1975 : mentre l’allentamento della politica monetaria e la riguadagnata forza del dollaro stavano inducendo nuove uscite di capitali, l’impennata dell’attività economica —soprattutto dal lato della ricostituzione delle scorte— e fattori stagionali stavano influenzando assai negativamente il conto corrente, che peggiorò in novembre. Ciò non valse a far cambiare la politica monetaria.³⁹ Anzi nel settembre erano state rifinanziate le esportazioni e nel novembre-dicembre allungati i termini di riscossione delle esportazioni.

³⁸ Banca d’Italia, Relaz 74, pag 248. Quanto tale rapida revisione delle valutazioni sia dovuta alla fiducia nel *fine tuning* della politica economica, di cui abbiamo detto sopra, e quanto sia attribuibile ad errori di valutazione statistica o, ancora, al desiderio di ritornare, appena possibile, ad una minore esposizione politica della Banca d’Italia, è questione che resta aperta.

³⁹ Nella relazione del 1975 (maggio 76), pagg. 411-12, si cerca di giustificare la cecità di fronte al peggioramento della bilancia dei pagamenti, con riferimento alla richiesta da parte della CEE, durante l’estate 1975 e ancora a dicembre 1975, che l’Italia espandesse maggiormente.

Il risveglio fu brusco : la crisi di Governo a cavallo fra 1975-76, le contemporanee domande di nuovi e pesanti aumenti salariali nel settore industriale e il basso livello delle riserve ufficiali, rafforzarono le aspettative pessimistiche degli operatori in cambi. Le autorità monetarie, che avevano speso gran parte delle loro riserve nel tenere il tasso di cambio relativamente stabile durante il 1975, decisero (il 20 gennaio 1976) di chiudere il mercato ufficiale dei cambi.⁴⁰

L'enorme impressione che ciò causò sull'opinione pubblica permise il ritorno ad una politica monetaria restrittiva. Nel tentativo di rallentare e possibilmente fermare la caduta della lira, durante i quaranta giorni di chiusura del mercato (a) si revoca il finanziamento agevolato delle esportazioni, (b) si aumentano i coefficienti di riserva obbligatoria a fronte dei depositi bancari, (c) si riduce a 15 giorni la durata massima di accreditamento sui conti valutarî,⁴¹ (d) si aumenta di 2 punti il tasso di sconto, dal 6 all'8%.

Il deprezzamento della lira, che seguì alla chiusura del mercato, fu ritenuto eccessivo sulla base dell'evoluzione relativa del costo del lavoro. Fu questo un altro errore di valutazione, fondato su una visione della bilancia dei pagamenti ancora concentrata sull'analisi del conto corrente e sulla sua sostenibilità di lungo periodo, e riluttante ad accettare la realtà di attacchi speculativi, che possono portare il cambio ben oltre gli equilibri coerenti con la situazione delle variabili "fondamentali" dell'economia.

Comunque sia, dopo la riapertura del mercato ufficiale dei cambi (1 marzo 1976), la continua e inattesa caduta della lira indusse le autorità ad alzare ulteriormente il tasso di sconto dall'8 al 12%, a non prorogare i finanziamenti agevolati alle esportazioni, a ridurre i termini di validità dei conti valutarî, a rendere obbligatori i finanziamenti in valuta per i pagamenti anticipati (importazioni) ; norme più severe furono inoltre adottate per l'assegnazione di valuta a fini turistici. Soprattutto, con la legge 159 dell'aprile 1976 si attribuiva carattere penale alle infrazioni valutarie.⁴² Infine, anche per l'incertezza politica precedente le elezioni anticipate generali di giugno, si introdusse (5 maggio 1976) un deposito infruttifero della durata di tre mesi e pari al 50% di tutti gli acquisti di valuta, cioè una versione più pesante di quello che era stato già introdotto nel maggio 1974 e abolito nel 1975.

⁴⁰ La drammaticità di tale decisione deve essere intesa nel contesto di un mercato che era, allora, essenzialmente interno ed ufficiale, sul quale cioè operavano le banche in quanto agenti dell'Ufficio italiano dei cambi, che aveva il monopolio legale delle operazioni in valuta. Naturalmente la lira continuò ad essere quotata sui mercati stranieri. Il mercato era già stato chiuso altre volte durante il periodo in esame. Nel giugno del 1972, a seguito dell'uscita della sterlina e della corona danese dal "serpente" europeo, e a due riprese nel febbraio e marzo del 1973, per far fronte alla crisi del dollaro. In queste occasioni, tuttavia, la decisione era stata presa di comune accordo dai diversi paesi interessati.

⁴¹ E' utile ricordare che, in ottemperanza al monopolio dei cambi, gli operatori commerciali potevano detenere solo per un tempo limitato su conti autorizzati i proventi in valuta delle esportazioni.

⁴² Legge 30 aprile 1976. Oltre al deterrente di natura penale relativo a nuove esportazioni di capitali, essa cercava anche di favorire il rimpatrio dei capitali illegalmente esportati (cfr. Relaz 76, pag. 165).

Mentre queste misure, con l'aiuto di fattori stagionali, stabilizzavano il cambio della lira attraverso il periodo elettorale ed estivo, il lato reale dell'economia non sembrava risentire dell'aumento dei tassi di interesse. La liquidità delle imprese era alta e i bisogni di finanziamento bassi, dato il ciclo delle scorte e il livello di scarsa utilizzazione della capacità produttiva. Il credito era disponibile, non da ultimo perché l'ampio disavanzo del settore pubblico continuava ad iniettare abbondante liquidità nel sistema, data l'incapacità delle autorità di finanziarlo con titoli in un mercato delle obbligazioni già saturo.

Sorprendentemente, a fronte di questa situazione, il miglioramento della lira e della bilancia dei pagamenti viene nuovamente interpretato in modo ottimistico dalle autorità. Indubbiamente, la cultura della stabilità, nonostante l'accesso di Paolo Baffi al governorato (agosto 1975), tarderà ancora a farsi strada. Mentre la sfavorevole evoluzione del conto corrente era stata nascosta da elementi stagionali durante l'estate 1976 e dal rientro degli anticipi e dei ritardi di pagamento dopo i timori per le elezioni di giugno, il nervosismo dei mercati dei cambi prima delle elezioni tedesche portò nuovamente in evidenza la sottostante debolezza della lira. In risposta a ciò il nuovo Governo introdusse per due settimane (dal 4 ottobre 1976) una tassa del 10% su tutti gli acquisti di valuta. In aggiunta si presero misure per indurre afflussi di capitale connessi con il credito commerciale, mentre il tasso di sconto veniva innalzato al 15% e l'espansione del credito bancario assoggettata a un severo tetto quantitativo. Intanto il 18 ottobre il marco veniva rivalutato all'interno del "serpente" monetario europeo.

La temporanea introduzione della tassa sugli acquisti di valuta ebbe gli effetti di una chiusura del mercato dei cambi per due settimane. Durante tale periodo la Banca d'Italia rimpinguò un poco le proprie riserve, quasi esaurite. Tuttavia, al riaprirsi del mercato (18 ottobre 1976) l'emorragia iniziò nuovamente. Il Governo, mirando ancora a difendere il tasso di cambio e proteggere allo stesso tempo le riserve, e tuttavia non volendo, per motivi politici, prendere misure più decise su altri fronti, particolarmente su quello dell'indicizzazione salariale al costo della vita, reintrodusse, dopo solo una settimana (25 ottobre), la tassa addizionale sugli acquisti di valuta (al 7%) ; essa venne poi gradualmente ridotta nel corso dei successivi quattro mesi. Venivano, in quel periodo, attuate anche ripetute riduzioni del massimale "pronti contro termine" per scoraggiare l'uso del cambio a termine a fini speculativi.

Così una crisi di origine esterna, provvisoriamente fronteggiata con misure monetarie e di controllo dei cambi, chiamava ormai in gioco l'improrogabile necessità di misure altrettanto rigorose sul fronte fiscale.

4.4. L'inizio del rientro : 1977-78

La successione di crisi valutarie del 1975-76 segna il capovolgimento della filosofia sottostante la politica monetaria, e attraverso questa, l'inizio del ripensamento dell'intera politica economica italiana.⁴³ Ne sarà profondamente influenzata, anche se con maggior ritardo, la stessa concezione del ruolo pubblico nel governo dell'economia.

Il cambiamento è fortemente legato alla personalità del nuovo Governatore della Banca d'Italia, Paolo Baffi, che succede nell'agosto 1975 a Guido Carli, ma che si dimetterà nell'ottobre 1979. Spinelli e Fratianni (1991) sottolineano severamente il diverso approccio alla teoria e alla politica monetaria, che caratterizzava i due Governatori. A nostro parere, al di là delle personalità e delle scuole di pensiero che le hanno marcate,⁴⁴ i tempi erano comunque maturi per un cambiamento di rotta. Cambiamento che, se pur chiaramente espresso da Baffi in più occasioni, non sarà per altro così repentino come apparirebbe da una lettura affrettata dell'andamento delle variabili macro-economiche, cui Spinelli e Fratianni si riferiscono.

Vero è che il controllo della base monetaria, piuttosto che quello del credito totale interno, diventa l'obiettivo intermedio cui viene data priorità, al di là degli impegni con gli organismi internazionali. Vero è anche che la lotta all'inflazione assurge a principale, ma non unico, obiettivo finale delle autorità monetarie. Tuttavia ciò che caratterizza, a nostro parere, la nuova situazione,

⁴³ Anche se il nostro lavoro è limitato alla storia della politica economica di quel periodo, non possiamo non ricordare che il radicale cambiamento di rotta si accompagnò, in quegli anni, ad eventi politici significativi o altamente drammatici. Nell'estate del 1976 iniziava, anche come risposta al dilagare del terrorismo (che raggiungerà il suo apice nel maggio 1978 con l'uccisione di Aldo Moro), il primo Governo di solidarietà nazionale, sostenuto esternamente dall'astensione dei comunisti. A ricordo di Moro lo stesso Baffi, ripercorrendo, nelle Considerazioni finali lette nel maggio 1978, le drammatiche misure prese il 5 maggio 1976, scrive (pagg. 420-21) : "La sera di quello stesso giorno, si svolse a Villa Madama una riunione di governo nella quale, allo scopo di arrestare la caduta del cambio, vennero decisi vari provvedimenti limitativi della libertà dei pagamenti esteri : tra essi, il deposito previo per le importazioni, la riduzione dei termini di validità dei conti valutarie e l'obbligo del finanziamento in valuta per le esportazioni con pagamento differito. Moro, che presiedeva, osservò nel corso del dibattito che inoltrarsi sulla via delle restrizioni ai rapporti con l'estero, come pure si doveva fare in una situazione di emergenza, era "un altro modo di uscire dall'Europa". L'analisi proposta in questa Relazione è intesa quale contributo alla definizione di una linea di politica economica che, avvicinando gli obiettivi della stabilità monetaria e dello sviluppo, valga a mantenere il nostro paese, uguale tra uguali, nel consorzio delle nazioni civili. Approfondire la riflessione su quanto a ciò si richiede e coerentemente determinarsi sarà modo non ultimo né meno degno di far rivivere entro di noi la voce che è stata spenta, di riscattare il male che è stato compiuto." Nella primavera del 1979 verrà sferrato un attacco giudiziario proprio ai vertici della Banca d'Italia, con l'arresto del vice-direttore generale, Mario Sarcinelli, e il procedimento iniziato nei confronti dello stesso Governatore, Paolo Baffi, poi pienamente scagionati.

⁴⁴ Sulle personalità dei due Governatori, non riteniamo comunque di essere in grado di esprimere un'opinione sufficientemente informata (su Carli si vedano Fazio, 1993 e Savona, 1996 ; **su Baffi si vedano Bocconi, 1990, e Sarcinelli, 1991**). E' tuttavia doveroso ricordare che, anche se sono in gran parte condivisibili le critiche da molte parti avanzate alla visione del Governatore Carli sul ruolo che la politica monetaria doveva avere rispetto a quella di bilancio, egli era andato maturando negli ultimi anni la convinzione che un'inversione di rotta verso una maggiore indipendenza delle autorità monetarie e una maggiore libertà dei mercati non era ormai più procrastinabile. Resta tuttavia grande merito di Paolo Baffi e del suo successore Carlo Ciampi, nonché del Ministro del Tesoro Beniamino Andreatta, l'aver impostato tale inversione di rotta in modo irreversibile.

non è tanto la conversione delle autorità monetarie ad una visione monetarista⁴⁵ piuttosto che keynesiana —conversione non consona comunque alla cultura eclettica e non dottrinarista, frutto del processo dialettico con cui il consenso viene raggiunto all'interno della Banca d'Italia— quanto la profonda autocritica che esse compiono, in questi anni, a proposito del sistema di controlli quantitativi che erano gradualmente andate accumulando, nella presunzione di poter imprimere continui aggiustamenti di rotta all'economia.

Tale sistema, lungi dallo stabilizzare la rotta della nave, aveva accentuato, soprattutto negli ultimi anni, le sue pericolose virate ; e ciò non solo per imperfetto tempismo ed eccesso di reazione nell'applicarne le varie misure, ma anche perché i mercati ormai avevano imparato la lezione e sfuggivano, per sempre nuove vie e con maggior rapidità, ai ripetuti tentativi di imbrigliarli, anche con normative di carattere penale.⁴⁶

Viene quindi recuperata, con la nuova impostazione, la filosofia della stabilità, e abbandonata quella del *fine tuning*,⁴⁷ si ripone nuovamente fiducia nell'agire attraverso i mercati, piuttosto che presumere di piegarli al dirigismo dei controlli quantitativi. Comincia inoltre ad essere posta con maggior forza sul tappeto la questione dell'indipendenza della Banca d'Italia dalle necessità di finanziamento del Tesoro.⁴⁸

Tuttavia, il mutamento, pur se chiaro nel pensiero e nelle enunciazioni, non ha modo di esplicitarsi, nei fatti, come un improvviso capovolgimento. Riappare anche qui, ancora una volta, il dilemma ricorrente in Italia fra gradualismo e terapia d'urto. In questo caso, tuttavia, riteniamo che fossero inevitabili la gradualità e anche i passi indietro che si fecero in alcune occasioni, pur progredendo complessivamente nella nuova direzione. L'accumulo di distorsioni dirigistiche era venuto crescendo per quasi un decennio, almeno dalla fine della politica di sostegno ai titoli pubblici (1969) ; la situazione politica generale —con la revisione del comunismo appena iniziata, con il connubio tra socialismo e componente illiberale della cultura cattolica non ancora sciolto, anzi rafforzato dalla perdita dei veri ideali socialisti e cattolici, sacrificati alla competizione per il

⁴⁵ Significativa, in proposito, la Relaz 77 pag. 404, ove si nota come il nesso fra strumenti, obiettivi intermedi e finali deve essere flessibile per tener conto delle relazioni non strette fra di loro.

⁴⁶ Già nella Relaz 76 pag. 414, Baffi osserva che “dal punto di vista delle tecniche del governo monetario, il significato principale della vicenda dell'anno passato è che il ricorso a strumenti coercitivi accanto a quelli di mercato, che ha caratterizzato l'azione di questi ultimi anni, ha raggiunto un punto critico oltre il quale è spesso controproducente [...]”

Sarebbe troppo lungo, pur se doveroso, citare in bibliografia i contributi critici di Mario Monti, che in quegli anni si svolsero in modo particolarmente efficace anche sulle pagine del *Corriere della Sera*.

⁴⁷ Filosofia, quest'ultima, alla quale con entusiasmo si erano lasciati andare molti economisti, alcuni dei quali, tuttavia, se ne stavano proprio in quegli anni già distogliendo. Si veda, a proposito, il rimprovero che Salvati fa ad Andreatta e D'Adda (1985), che, contrariamente a Salvati, tale percorso autocritico avevano, al momento, già compiuto: “Seguire regole fisse, preferire risposte uniformi, buone in tutte le circostanze, è una pratica che ha notevoli vantaggi, non ultimo quello di costituire un efficace ansiolitico per chi deve prendere decisioni. Ma il mestiere del politico, e dell'economista che lo consiglia, non è fatto per gli amanti della sicurezza. E' fatto per chi è in grado di esercitare discrezione intelligente in circostanze sempre diverse, e di fronte a un futuro sempre incerto.” (Salvati, 1985, pagg. 288-89).

potere— non forniva ancora il necessario appoggio alla nuova filosofia della stabilità e del liberalismo economico. Tanto più meritevole fu quindi il coraggioso comportamento delle autorità monetarie dell'epoca, e comprensibili le loro contraddizioni o i temporanei rallentamenti nel percorso intrapreso.

Nella Relazione del 1977 (pag. 227) si giustifica ancora il mantenimento del massimale sugli impieghi bancari e del vincolo di portafoglio. Inoltre, pur nella consapevolezza delle distorsioni che essi arrecano, si ritiene che l'eliminazione dell'imposta sugli acquisti di valuta e del deposito previo sulle importazioni avrebbero creato una spinta alla liquidità, che avrebbe richiesto eccezionali aumenti dei tassi per essere riassorbita. Si prorogano, ancora a fine marzo 1978, i massimali. Più deludente ancora è il fatto che (come nota la Relaz 77, pag. 234), a partire dall'aprile 1977, già si ricomincia a cedere alle richieste di una politica monetaria più accomodante.

Tuttavia, nello stesso contesto, la Banca fa notare (Relaz 77, pagg. 235-36) come essa stia compiendo operazioni sul mercato per contrastare la creazione di base monetaria proveniente dagli altri settori, e sottolinea come la divergenza fra le fonti di base monetaria⁴⁹ sia indice della maggiore indipendenza della Banca dalle necessità di finanziamento del Tesoro. Eppure, ancora una volta (Relaz 77, pag. 240), si afferma che, se il Tesoro continuerà a creare troppa liquidità, la Banca dovrà perseguire l'obiettivo di mantenere una struttura di tassi che permetta il collocamento del debito e quindi usare nuovamente strumenti amministrativi, piuttosto che agire attraverso il mercato, per il controllo del credito bancario. Ma qui il lettore non può non cogliere il senso della frase, cioè di una minaccia che ormai si è certi (non si spera, come era invece il caso nel passato) di non dover più attuare.

Più stridente appare la contraddizione, quando, nella Relazione per il 1977, così dapprima si scrive (alle pagg. 409-10) :

“Il sistema dei vincoli permette il raggiungimento di obiettivi più numerosi di quelli che la manovra della base monetaria potrebbe conseguire da sola. Sarebbe però imprudente affermare che esso ha consentito una politica più articolata e precisa di quella permessa dai soli strumenti di controllo indiretto senza ricordare anche i costi che quel sistema ha imposto alla funzionalità dei mercati ed al quadro entro cui operano le autorità monetarie, costi che non devono essere giudicati meno gravosi per il fatto che la loro misurazione è difficile. [...]

Né va trascurato il deterioramento che la nostra conoscenza subisce con il perdurare dei vincoli. Se, al momento in cui vengono introdotti, questi si pongono come la deviazione da una legge di comportamento spontaneo che all'autorità monetaria è nota e documentata dall'informazione statistica e dalla teoria economica, con il passare del tempo quella legge si fa indecifrabile : le ultime osservazioni di essa risalgono a un passato sempre più lontano e diverso e incerte divengono le ripercussioni di un'improvvisa soppressione dei vincoli. Può succedere allora

⁴⁸ Cfr. Relaz 76, pagg. 410-11.

⁴⁹ **Cfr. Fig. ... ? ? ? ?**

che il rinnovarli appaia come la via più sicura, il ritorno ai meccanismi spontanei sembrando un passo verso l'ignoto.

Ma il costo maggiore deriva dalla istituzione e dal mantenimento di un assetto nel quale una porzione sempre più ampia del risparmio si destina ad usi, e si concede a condizioni, sui quali il cittadino non ha avuto modo di esprimersi né direttamente né indirettamente come avverrebbe se le istituzioni finanziarie cui lo ha affidato potessero formulare un loro autonomo giudizio.”

mentre invece, nella pagina successiva (pag. 411), si legge ancora :

“L'insieme dei vincoli al credito non può essere di colpo abbandonato, ma dev'essere modificato per accompagnare questo ritorno a una minore liquidità della ricchezza finanziaria del pubblico, a una maggiore capacità dello Stato, degli istituti di credito speciale e delle imprese di attingere direttamente risparmio, a una più stretta affinità fra le caratteristiche degli strumenti finanziari e quelle degli investimenti reali.

Per le considerazioni ora fatte, non sembra che una revisione del sistema dei vincoli possa iniziare con la soppressione del massimale sugli impieghi bancari : insieme con lo strumento delle autorizzazioni sulle emissioni obbligazionarie esso rappresenta infatti il mezzo col quale viene posto un argine alla potenziale creazione di credito insita nella doppia intermediazione e nel volume di BOT di proprietà del sistema bancario. Tuttavia, pur rinnovato, il massimale potrebbe perdere parte del suo rigore, e discriminare meno a danno del settore privato, se la pressione del settore pubblico sul risparmio si allentasse.”

Nonostante la contraddizione fra l'enunciato metodologico e il compromesso pratico, ciò che conta è che ormai la nuova strada è stata intrapresa e su di essa, pur attraverso nuovi ostacoli e rallentamenti, non si tornerà indietro. Nella Relazione per il 1978 (maggio 1979 ; pag. 376), esprimendo ancora una volta la sua preferenza per una maggiore stabilità di comportamento, che dia segnali chiari in un quadro di riferimento stabile, Baffi scrive:

“In una società nella quale il controllo istituzionale e dell'opinione pubblica sull'Esecutivo si è fatto più stretto e si è arricchito di informazioni crescenti, l'elemento della trasparenza insito nell'annuncio di obiettivi monetari rimarrà un fatto acquisito. [...] L'illusione della scorciatoia dei controlli amministrativi è in larga misura dissolta. I ritardi coi quali si esplicano gli effetti della politica economica sono riconosciuti come la manifestazione sana, non patologica, di un assetto che assegni al mercato un ruolo, seppure non esclusivo. Anche queste convinzioni possono dirsi un fatto acquisito.”

Si procede quindi sulla strada dello smantellamento dell'impostazione dirigistica della politica monetaria. Nel giugno 1978 si riduce il vincolo di portafoglio dal 30 al 6,5% ; si elimina l'obbligo del finanziamento in valuta dei crediti alle esportazioni ; si accresce il massimale per le operazioni a termine contro lire ; si raddoppiano i termini di pagamento anticipato delle importazioni ; si amplia la durata dei conti valutari di attesa.

4.5. Una battuta d'arresto : la seconda crisi petrolifera

Mentre in Europa, sul finire del 1978, si predisponava lo Sme, la rivoluzione in Iran poneva le premesse per la nuova esplosione del prezzo del petrolio. Nel 1979 le economie europee si trovano in una fase di forte espansione, mentre quella americana era in rallentamento. Il nostro paese aveva ripreso a crescere a ritmi sostenuti (terminerà l'anno con uno sviluppo del 5% circa del Pil) e la politica di bilancio si premurava di non sottrarre domanda all'economia, che stava sperimentando una ripresa ciclica degli investimenti, sostenuta dalla buona situazione dei profitti delle imprese e dal vivace andamento delle esportazioni.

Con l'adesione allo Sme le autorità di Governo avevano implicitamente riconosciuto che il rientro dell'inflazione doveva essere un obiettivo della politica economica (a lungo si parlò dell'obiettivo di inflazione "a una cifra"!). Anche se la Banca d'Italia era scettica e prudente rispetto a tali nuovi entusiasmi, essa, dopo aver guidato la lira nello Sme ad una parità almeno inizialmente favorevole, aveva cominciato a servirsi degli Accordi europei di cambio come di un sostegno al vincolo, ormai per essa prioritario, della lotta all'inflazione.⁵⁰ Tale vincolo verrà tuttavia ancora associato a quello del sostegno dello sviluppo in corso negli investimenti.

L'azione di riaggiustamento intrapresa dal lato fiscale nel 1977, la politica di deprezzamento guidato della lira prima dell'adesione allo Sme e la forte espansione europea, avevano creato, già nel 1978, le condizioni per un rapido miglioramento dei conti con l'estero ; miglioramento più che confermato nel corso del 1979, quando, a completamento dell'aggiustamento al primo shock da petrolio, l'Italia tornò ad essere creditrice netta sull'estero. Questi miglioramenti indussero, ancora una volta, una valutazione distorta degli eventi che andavano maturando nel corso di quell'anno.

Da un lato, l'inflazione riprendeva a salire dal 12% circa del 1978, al 15% del 1979 ; dall'altro, la buona condizione del conto corrente estero non consentiva che il tasso di cambio riflettesse questa difficoltà, anche per il controllo ancora esercitato sui flussi di capitali. La Banca d'Italia si attardò sulla difesa del cambio e lasciò passare tempo prezioso prima di prendere l'iniziativa e spingere verso l'alto i tassi di interesse.

In realtà, si potrebbe ritenere che, essendo tutti i paesi occidentali colpiti allo stesso modo dal rialzo del prezzo del petrolio, la nostra moneta non dovesse soffrirne in modo differenziato. Ma la reazione delle politiche economiche degli altri paesi aveva fatto tesoro dell'esperienza del primo shock da petrolio : la rapidità con cui le autorità di Governo e monetarie reagirono fu in essi

⁵⁰ La stringenza di tale vincolo, al fine di guadagnare sempre maggiore credibilità anti-inflazionistica, verrà tuttavia rafforzata solo dopo il 1987 e successivamente ancora con la restrizione dei margini di fluttuazione della lira all'inizio del 1990. Sui diversi riallineamenti della lira e delle altre monete nello Sme, si veda **l'Appendice 1**. Sul cambiamento di impostazione dello Sme e sulla credibilità che l'adesione ad esso avrebbe dovuto offrire, si vedano, Giavazzi e Spaventa (1990) e Giavazzi e Pagano (1988).

decisamente maggiore. Paul Volker, Presidente della Riserva Federale degli Stati Uniti, convinse in suoi colleghi, nell'ottobre del 1979, a mutare radicalmente la politica monetaria ; nel Regno Unito Mrs Thatcher era appena giunta al governo e suo obiettivo era mettere in atto un piano finanziario a medio termine per disinflazionare l'economia ; questi diversi atteggiamenti delle politiche economiche si diffusero anche in Germania e, in misura minore, in Francia.

Ancora una volta, la nostra politica economica, posta di fronte alla necessità di reagire a uno shock, cominciava a divergere, in un processo di rimozione collettiva del problema. La divergenza nel controllo della domanda interna sarà ancora più grave di quella degli anni 1973-'75. Essa si accentuerà in misura macroscopica nel corso del 1980 e comincerà a essere contenuta solamente agli inizi del 1981 ; ma questa deviazione si ripercuoterà a lungo nel corso degli anni ottanta, determinando un accumulo di disavanzi esterni, che sarà rovesciato solamente nel 1993.

Come già sopra osservato, gli spunti di innovazione monetaria, disseminati nelle quattro Relazioni presentate dal Governatore Baffi, sebbene già fortemente espressi parole nelle sue Considerazioni finali, si erano solo gradualmente trasposti nei fatti. Ancora una volta essi erano stati sommersi dalla pratica di finanziare il settore pubblico e di limitare il finanziamento al settore privato. Per contro, la buona situazione finanziaria delle imprese fece sì che esse subissero in misura contenuta l'effetto della timida azione restrittiva.

Affinché dalle intenzioni, se pur decisamente espresse, si potesse passare alla loro piena realizzazione, occorrerà ancora ottenere la condizione necessaria, cioè riscattare la piena autonomia della Banca d'Italia. Si arriverà così al “divorzio” fra Tesoro e Banca d'Italia.

4.6. Il divorzio fra Tesoro e Banca d'Italia

La nuova filosofia di politica economica si articolerà e riceverà quindi la spinta definitiva non tanto dall'ingresso della lira nello Sme —la cui importanza, a nostro parere, anche alla luce dell'esperienza del 1992-93, può cominciare ad essere ridimensionata— quanto dalla liberalizzazione dei movimenti di capitali e, soprattutto, dall'impostazione giuridica dell'indipendenza della Banca d'Italia, che anticiperà, con il suo “divorzio” dal Tesoro,⁵¹ ciò che poi l'Italia dovrà sancire, anche internazionalmente, aderendo al Trattato di Maastricht.

Anche quest'ultimo cambiamento storico delle regole istituzionali, cui era stata per tanti anni sottoposta la politica monetaria —regole che, in un certo senso, avvilivano anche la politica fiscale, giustificandone uno spensierato lassismo— era ormai maturo all'interno del paese, e non

⁵¹ **Paolo, ci vorrebbe una nota tecnica sul divorzio (data, cos'è esattamente) ...**

solo richiesto dall'inserimento internazionale dell'Italia nel contesto culturale e istituzionale europeo. E tuttavia, pur se la situazione italiana e il contesto internazionale rendevano tale cambiamento inevitabile, il merito di averlo realizzato deve essere riconosciuto soprattutto a singole persone, a quei servitori dello Stato, che lo avevano preparato e coraggiosamente difeso. Questo essi avevano fatto attraverso il convincimento, raggiunto talora con sofferto ripensamento della propria formazione culturale, che la crisi dell'economia e delle istituzioni italiane richiedeva ormai cesure nette e scelte coraggiose. Tale merito andava quindi anche al Ministro del Tesoro dell'epoca, che, forse più del Governatore Baffi —perché inizialmente più di lui vicino alla cultura economica di Carli e agli ambienti politici che tali scelte ostacolavano— aveva dovuto ripercorrere il proprio cammino intellettuale, nella considerazione delle radici profonde di tale crisi.

Come si è visto nel precedente paragrafo, il periodo da noi esaminato si andava concludendo attraverso progressi, ma anche turbolenze : l'entrata dell'Italia nello Sme (marzo 1979), la nuova crisi del petrolio (1979-80), lo smantellamento sistematico, se pur graduale, del sistema dei controlli sui movimenti di capitali. E in particolare su questo terreno, ma anche sugli altri aspetti del dirigismo monetario e creditizio, alcuni passi indietro erano ancora stati fatti. Tuttavia, la nuova filosofia di politica monetaria era ormai saldamente impostata. A riprova di ciò, crediamo doveroso richiamare un'ultima citazione da Baffi, laddove egli, solo indirettamente accennando alla crisi che lo aveva investito personalmente, leggeva quasi un proprio testamento ideale : (Relaz 78, maggio 1979, pagg 389-90) :

“La cronaca recente ha reso acuta l'attenzione sulle vicende e sui problemi che abbiamo illustrato. Negli assetti economici e nelle persone essa lascerebbe solo guasti e lacerazioni se non ne venisse colto il significato profondo di crisi dei criteri e delle istituzioni attraverso i quali si è manifestato in Italia l'intervento pubblico nell'economia, e se non se ne traesse impulso per lo studio e la realizzazione di assetti migliori e più coerenti. [...]

La più grave crisi economica, finanziaria e industriale del dopoguerra ha fatto emergere, dopo il 1973, le insidie latenti in una siffatta stratificazione di scelte, rivelando quanto rigido e precario fosse l'assetto che si era venuto creando, quanto incerto fosse l'orientamento tra ragione del mercato e ragione amministrativa ; tra esigenze di socialità ed esigenze produttive ; tra esercizio della proprietà pubblica e funzione di controllo ; tra momento del rischio e momento della garanzia ; tra settore pubblico e settore privato ; tra controllo politico, controllo economico, controllo amministrativo e controllo giudiziario. Da questa crisi di criteri operativi, l'economia italiana non potrà uscire senza una riflessione nuova e sistematica sulle sue regole fondamentali di economia mista ; senza un riesame che miri a definire la qualità e i modi dell'intervento pubblico nell'economia, non meno della sua dimensione ; senza il contributo dell'intelligenza economica come di quella giuridica.”

5. Le principali tesi interpretative e le nostre conclusioni

Gli anni settanta sono forse il periodo più travagliato della storia economica italiana, nella seconda metà del secolo ventesimo. Su tali anni molto è stato scritto; un consenso, tuttavia, non è stato ancora raggiunto ed è probabilmente prematuro cercarlo, anche per le fondamentali divergenze metodologiche fra gli studiosi e per la carica ideologica che ancora sottende la lettura di fatti relativamente recenti.

In questo saggio non abbiamo tentato una nuova interpretazione, ma presentato una sintetica rilettura degli eventi di quel periodo. La nostra rilettura non è caratterizzata dallo scrupolo dello storico economico, che ricava interpretazioni originali del passato riesumando nuovi dati o risistemandone quelli già noti, e neppure è improntata dalla capacità dell'economista di elaborare nuovi modelli analitici, con i quali interpretare in modo diverso eventi storici già noti. Essa è piuttosto ispirata dalla convinzione che, sulla base di conoscenze storiche acquisite e di modelli analitici già disponibili, sia possibile rileggere gli eventi di quegli anni, alla luce degli ulteriori sviluppi sperimentati dopo la crisi dello Sme e la travagliata gestazione del progetto di Maastricht, al fine di trarne implicazioni atte a guidare la politica economica nella realtà con cui l'Italia oggi si confronta.

Senza pretendere di identificare tutte le tesi che sono state proposte per interpretare gli eventi di quegli anni, ci sembra che le principali possano essere ripartite in tre gruppi. Il primo è costituito da quelle tesi che, attribuendo a ciascuna politica macro-economica (monetaria e fiscale) obiettivi propri in termini di variabili intermedie, e ritenendo opportuno che esse siano stabilmente sottoposte a regole di comportamento ben definite, valutano ciascuna categoria di politica economica in base al raggiungimento di tali obiettivi e al rispetto di tali regole. Il secondo raggruppa quelle tesi che valutano l'insieme delle politiche economiche alla luce dell'evoluzione macro-economica complessiva, senza una definita ripartizione di obiettivi intermedi a ciascuna politica. Il terzo gruppo antepone, all'interpretazione economica dei fatti, quella del contesto politico e sociale in cui i fenomeni economici si sviluppano.

Consci del rischio di non rendere giustizia all'articolazione delle diverse posizioni e di non considerare tutte quelle che sono state proposte, e tuttavia mossi dalla necessità di semplificare per chiarire, identifichiamo tre autori come emblematici di ciascuno dei tre gruppi. Per il primo scegliamo Spinelli e Fratianni, in particolare la loro *Storia monetaria* (1991), per il secondo Giavazzi e Spaventa, in particolare il loro articolo apparso su *Economic Policy* (1989), mentre per il terzo scegliamo Salvati, in particolare il suo saggio *Economia e politica in Italia dal dopoguerra ad oggi* (1984).

Può anche essere utile, sempre a rischio di incorrere in una eccessiva semplificazione, considerare le diverse scuole di pensiero o le metodologie che caratterizzano i diversi contributi, in particolare i tre che sono stati sopra scelti come emblematici.

Il primo contributo si caratterizza per uno schema, quello monetarista, che risulta “buono per tutte le stagioni”: l’identificazione di poche ed essenziali variabili macro-economiche —il tasso di inflazione, la quantità di moneta, il reddito che ne determina la domanda— nonché le relazioni che fra esse intercorrono, costituiscono gli elementi dello schema con cui si giudica il successo o meno della politica economica (in particolare di quella monetaria), scegliendo di relegare fuori dal dominio di analisi considerazioni relative alla complessità e mutevolezza della struttura economica e politica, al cui interno gli strumenti monetari agiscono. Ne deriva, quando le cose non si svolgono secondo il canone dettato dall’evoluzione normale di tali variabili, un giudizio fortemente critico nei confronti della politica economica, nonché chiare indicazioni normative nel caso si riproponessero problemi già sperimentati nel passato.

Il secondo contributo va alla ricerca eclettica degli schemi analitici che la teoria economica può fornire, per comprendere, volta per volta, diversi aspetti di periodi storici profondamente caratterizzati dal mutare della struttura dell’economia e delle istituzioni. La divisione dei compiti fra politica monetaria e fiscale ne risulta meno netta e più articolata quella dei loro strumenti a seconda delle situazioni contingenti. Inevitabilmente, mentre si fa più aderente alla complessità storica, l’analisi perde in semplicità normativa per il futuro, ciò che guadagna in comprensione analitica del passato.

Il terzo contributo antepone la comprensione del contesto politico-sociale all’analisi delle diverse soluzioni che politiche economiche alternative avrebbero potuto fornire. Così facendo, se allarga il campo di studio alle forze politiche con cui l’economia interagisce, rischia di rendere vana, almeno da parte dell’economista, la ricerca di soluzioni alternative, quasi che la storia, comunque, non potesse generare altre che quelle di fatto realizzatesi; il che lascia poco spazio alle proposizioni normative che l’economista dovrebbe poter fornire rispetto al futuro.

Quest’ultima osservazione suggerisce l’opportunità di evidenziare un altro gruppo di contributi, che in qualche modo si contrappone ai tre principali sopra evidenziati. Si tratta di un gruppo particolarmente attivo nello studio contemporaneo e nella “previsione” congiunturale del periodo in esame, durante il quale si svilupparono ed al quale si applicarono, con notevoli risorse, modelli macro-econometrici assai complessi.⁵² Sempre al fine di semplificare per chiarire, indichiamo come emblematico di questo gruppo l’articolo pubblicato da Andreatta e D’Adda su *Politica Economica* (1985). Tutti e tre i gruppi sopra identificati, se pur per motivi diversi,

rifuggono dall'uso di tali modelli : i primi due perché ritengono che il grosso modello econometrico riduca ad una “scatola nera” la complessità dell'economia —che il primo crede chiaramente leggibile mediante poche relazioni monetarie, abbastanza stabili nel tempo, e il secondo vuole esplicitare in base all'evoluzione della struttura economica e dei rapporti istituzionali in cui essa si inserisce— ; il terzo perché ritiene sostanzialmente valida, se pur in uno spirito diverso, la critica di Lucas,⁵³ secondo la quale l'interazione tra *policy markers* e operatori economici modifica le relazioni macro-economiche di comportamento. La storia controfattuale di Andreatta e D'Adda è tuttavia uno dei significati principali che si possono dare all'uso dei modelli econometrici, quando essi vengano simulati sul passato ; mentre la critica di Salvati, nella sua considerazione deterministica della storia, sembra quasi escluderne anche l'uso per “esplorazioni” del futuro.

La nostra rilettura degli avvenimenti economici degli anni settanta e del modo in cui su di essi operò la politica economica, ci ha portato a svolgere alcune considerazioni, che richiamiamo brevemente per sottolineare, concludendo, gli elementi di affinità, ma anche di dissenso, tra il nostro e i diversi contributi, sopra richiamati in modo emblematico.

Del gruppo di lavori “à la Spinelli e Fratianni”, condividiamo, più che le tesi strettamente monetariste, l'insofferenza per una tradizione di politica economica dirigistica e instabile. Ci sembra anzi che tale gruppo non metta abbastanza in evidenza, proprio per la scelta di limitare in modo rigido il proprio campo di analisi, come i danni di tale tradizione siano andati ben oltre l'eccessiva inflazione o la pro-ciclicità degli interventi, ma si siano diffusi in mille rivoli, inquinando, oltre all'efficienza del sistema economico, la trasparenza e spesso la legalità delle decisioni politiche.

Di quello “à la Giavazzi e Spaventa” condividiamo la relativa soddisfazione per una gestione dell'economia che, tutto sommato e relativamente ad altri paesi, è riuscita a far attraversare all'Italia due crisi da petrolio e forti tensioni sociali e politiche interne, con un costo relativamente basso in termini di disoccupazione e ristagno della crescita. E tuttavia riteniamo che tale ottimismo andrebbe rivisto dagli stessi autori, e certamente da noi, quando si consideri come dietro questo stesso successo abbia agito non tanto un cosciente gradualismo, che può essere strategia opportuna, bensì il vizio di procrastinare le decisioni ; vizio che, mentre allora pose le basi, dal punto di vista macro-economico, dell'esplosione del debito pubblico, condusse poi, sul piano politico, alla sclerosi dei meccanismi decisionali, all'indebolimento delle istituzioni rappresentative del consenso sociale, alla perdita di credibilità internazionale dell'Italia, della quale oggi sperimentiamo tutto l'onere.

⁵² In particolare, come già ricordato, presso il Servizio Studi della Banca d'Italia, ma anche presso centri universitari e società di previsione a scopi commerciali, sia italiane che estere.

⁵³ Lucas (1976).

Del gruppo di lavori “à la Salvati”, infine, abbiamo fatto nostra l’attenzione, anche se qui leggibile solo in filigrana, al contesto politico e sociale che tanto contribuì ad accentuare, nel caso italiano, la drammaticità delle crisi monetarie e fiscali degli anni settanta. Eppure, richiamando il coraggio con cui alcuni grandi servitori dello Stato improntarono ad ideale politico le proprie scelte di governo dell’economia, abbiamo anche voluto sottolineare come non basti la pressione delle forze sociali, ma occorra anche il coraggio degli individui, affinché nei momenti decisivi della storia le scelte più opportune vengano fatte.

Appendice 1. Cronologia del “serpente europeo”

Data	Evento
9 giugno 1970	Piano Werner : si stabilisce che nel 1980 inizierà l'UME
10 maggio 1971	il marco tedesco e il fiorino olandese fluttuano
24 aprile 1972	inizia il “serpente nel tunnel” : accordi di cambio fra marco tedesco (DM), franco francese FF), lira italiana (LIT), franco belga (FB), fiorino olandese (NLG)
1 maggio 1972	la sterlina inglese (£GB) e la corona danese (DKR) entrano nel “serpente”
23 maggio 1972	la corona norvegese (NKR) entra nel “serpente
23 giugno 1972	£GB esce dal “serpente”
27 giugno 1972	DKR esce dal “serpente”
11 ottobre 1972	DKR rientra nel “serpente
13 febbraio 1973	LIT esce dal “serpente”
16 marzo 1973	la corona svedese (SKR) entra nel serpente
19 marzo 1973	le moneti del “serpente” (DM, FF, FB, NLG, DKR, NKR, SKR) fluttuano liberamente rispetto al dollaro : fine del “tunnel”
21 gennaio 1974	FF esce dal “serpente”
11 luglio 1975	FF rientra nel “serpente”
15 marzo 1976	FF esce dal “serpente”
29 agosto 1977	SKR esce dal “serpente”
12 dicembre 1978	NKR esce dal “serpente”
13 marzo 1979	il “serpente” è assorbito dallo Sme
fonte : Masera (1980)	

Bibliografia

- Ando A., L. Guiso, I. Visco (a cura di), (1995), *Saving and the Accumulation of Wealth - Essays on Italian Household and Government Saving Behavior*, Cambridge University Press
- Andreatta B. (1973), *Cronache di un'economia bloccata : 1969-1973*, Il Mulino, Bologna
- Andreatta B., C. D'Adda (1985), "Effetti reali o nominali della svalutazione? Una riflessione sull'esperienza italiana dopo il primo shock petrolifero", *Politica economica*, anno I, 1, aprile, pagg.37-51
- Basevi G., P. Onofri, A. Tantazzi, (1977), *Italian Stabilization Policies Under Social Pressures and International Shocks: 1970-'77*, lavoro presentato alla Conferenza "On National Stabilization Policies in Industrial Countries", organizzata dalla Brookings Institution, Roma, 30 maggio-3 giugno
- Bocconi (1990), Centro di Economia monetaria e finanziaria Paolo Baffi, *Paolo Baffi. Il ricordo della sua Università*, Università Commerciale Luigi Bocconi
- Boltho A. (1986), "L'economia italiana a confronto: 1973-1985", in Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari "Luigi Einaudi", *Oltre la crisi. Le prospettive di sviluppo dell'economia italiana e il contributo del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna ; pagg.99-143
- Bosi P., R. Golinelli, A. Stagni (1990), "Le origini del debito pubblico e il costo della stabilizzazione", in P. Bosi, R. Golinelli, A. Stagni, *Un modello a medio termine dell'economia italiana*, il Mulino.
- Bruni F., A. Penati, A. Porta (1989), "Financial regulation, implicit taxes and fiscal adjustment in Italy", in M. Monti (a cura di), *Fiscal policy, economic adjustment and financial markets*, International Monetary Fund, Washington, D.C. ; pagg. 197-230
- Castellino O. (1994), La redistribuzione tra ed entro le generazioni nel sistema previdenziale italiano, *Documenti di Lavoro dell'ISPE* ; febbraio
- D'Adda C., B. Salituro (1989), "L'economia italiana negli anni settanta e ottanta", *Rivista di politica economica*, anno 29, fascicolo 4, aprile
- Fazio A. (1993), "In ricordo di Guido Carli", *Economia italiana*, no. 3, settembre-dicembre
- Fleming J.M. (1962), "Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates", *International Monetary Fund Staff Papers*, vol. 9, novembre, pagg. 369-79
- Forte F. (1965), *La congiuntura in Italia 1961-'65*, Einaudi
- Galli G., F. Giavazzi (1992), "Tassi d'interesse reali e debito pubblico negli anni ottanta: interpretazioni, prospettive, implicazioni per la politica di bilancio", in Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari "Luigi Einaudi", *Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di*

rientro, vol. II. *Le politiche di rientro: problemi macro e microeconomici dell'aggiustamento*, Il Mulino, Bologna; pagg.277-343

Giarda P. (1986), "L'evoluzione della spesa pubblica in Italia: alcuni fatti e qualche proposta", in Ente per gli studi monetari e bancari "Luigi Einaudi" (a cura di), *Oltre la crisi*, il Mulino.

Giavazzi F., M. Pagano (1988), "The advantage of tying one's hand", *European Economic Review*, vol. 24, pagg. 1055-1082

Giavazzi F., M. Pagano (1996), "Non-Keynesian effects of fiscal policy changes : international evidence and the Swedish experience", *Swedish Economic Policy Review*, vol. 3, No. 1, primavera

Giavazzi F., L. Spaventa (1989), "Italy : the real effects of inflation and disinflation", *Economic Policy*, no. 8, pagg. 133-171

Giavazzi F., L. Spaventa (1990), "The 'new' EMS", in P. De Grauwe e L. Papademos (a cura di), *The European Monetary System in the 1990's*, Longman, Londra ; pagg. 65-85

Graziani A. (1972), *L'economia italiana: 1945-1970*, il Mulino

Lucas R. (1976), "Econometric policy evaluation: a critique", in *The Phillips curve, Carnegie Rochester Conference Series*, pagg. 19-46

Masera R.S. (1980), *L'unificazione monetaria e lo SME*, Il Mulino ; nuova edizione aggiornata : *L'unificazione monetaria e lo SME, l'esperienza dei primi otto anni*, Il Mulino 1987

Marzano F. (1975), "Il *Cambridge debate* e l'assegnazione di strumenti ad obiettivi nella politica economica", *Ricerche Economiche*, vol. 29, pagg. 3-41

Masera R. (1980), *L'unificazione monetaria e lo SME*, prima edizione ; seconda edizione 1987, con sottotitolo *L'esperienza dei primi otto anni*, Il Mulino

McCallum J., D. Vines (1981), "Cambridge and Chicago on the balance of payments", *Economic Journal*, vol. 91, pagg. 439-53

Modigliani F., R.S. Shiller (1973), "Inflation, rational expectations, and the terms structure of interest rates", *Economica*, vol. 62, pagg.12-43

Mundell R.A. (1963), "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol. 29, novembre, pagg. 475-85

Pizzuti F. R. (1979), *La politica della previdenza sociale in Italia dal 1965 al 1977*, Edizioni Kappa, Roma

Prometeia (1976) *Rapporto di Previsione*, dicembre

Salvati M. (1984), *Economia e politica in Italia dal dopoguerra ad oggi*, Garzanti, Milano

Salvati M. (1985), "Effetti reali o nominali della svalutazione?: Un commento all'articolo di Andreatta e D'Adda", *Politica economica*, anno I, 2, agosto, pagg. 279-289

Sarcinelli M. (1991), "Governor Baffi's monetary policy", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, No. 179, Dicembre

Savona P. (1996), "Guido Carli economista", *Rivista italiana degli economisti*, vol. 1, no. 1, aprile, pagg-147-49

Spaventa L. (1985), "Effetti reali o nominali della svalutazione?: Un commento all'articolo di Andreatta e D'Adda", *Politica economica*, anno I, 2, agosto, pagg.291-300

Spaventa L. (1988), "Introduzione" a F. Giavazzi e L. Spaventa (a cura di), *High public debt : the Italian experience*, Cambridge University Press

Spaventa L. (1992), *Commento* a Galli G., F. Giavazzi (1992); pagg.344-354

Spinelli F., M. Fratianni (1991), *Storia monetaria d'Italia. L'evoluzione del sistema monetario e bancario*, Arnoldo Mondadori Editore, Milano

UIC (1995a), Ufficio Italiano dei Cambi, *Cinquant'anni di storia*, Laterza

UIC (1996b), Ufficio Italiano dei Cambi, *Aspetti giuridici e principali strumenti tecnici del controllo dei cambi*, Laterza.